



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2014

02 | 2014

03 | 2014

04 | 2014

05 | 2014

06 | 2014

07 | 2014

08 | 2014

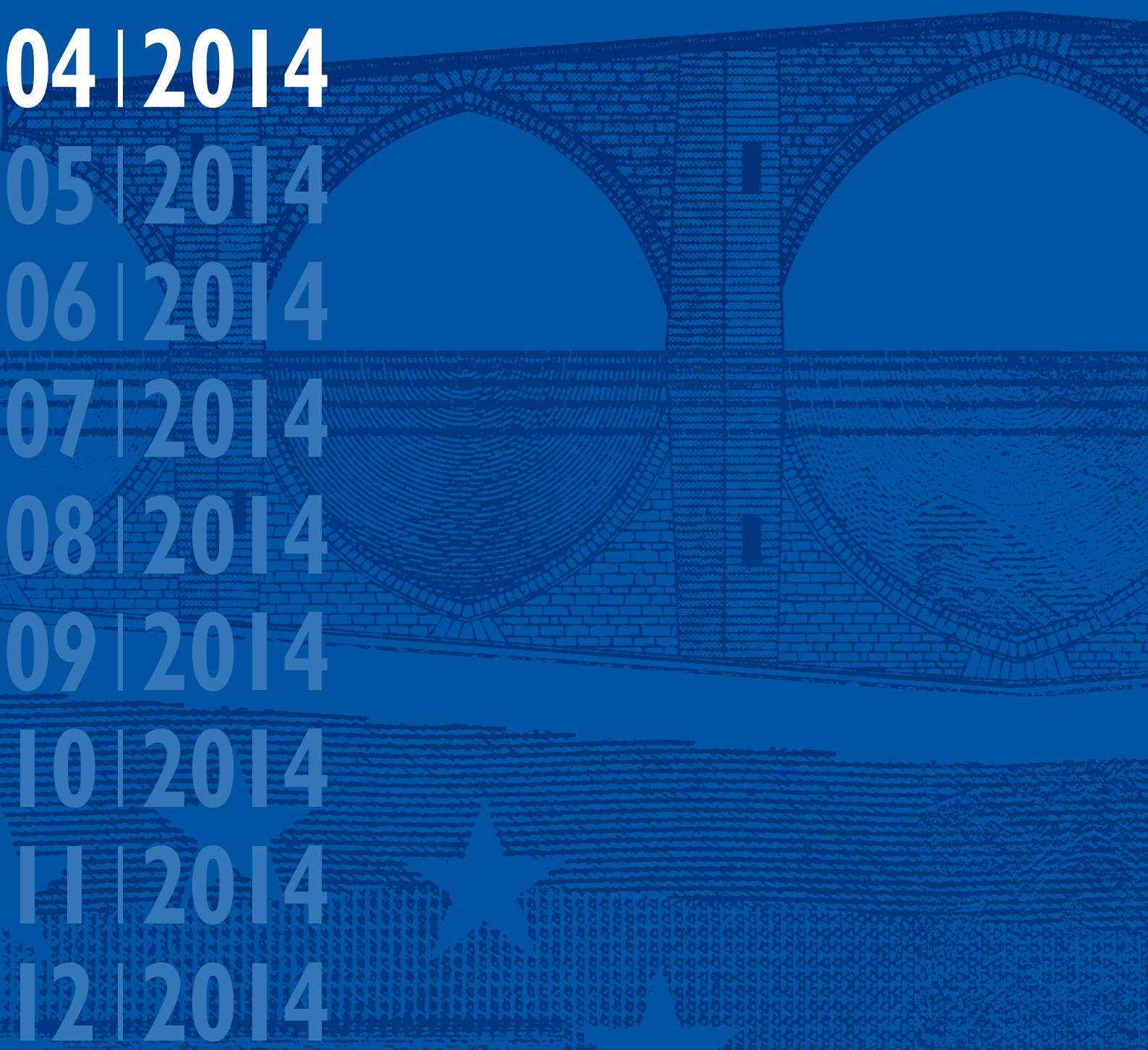
09 | 2014

10 | 2014

11 | 2014

12 | 2014

**BOLLETTINO MENSILE
APRILE**





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE APRILE 2014

Nel 2014 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 20 euro

© Banca centrale europea, 2014

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Recapito postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 1344 6000

*Questo Bollettino è stato predisposto
sotto la responsabilità del Comitato
esecutivo della BCE.*

*Traduzione e pubblicazione
a cura della Banca d'Italia.
Tutti i diritti riservati.*

*È consentita la riproduzione
a fini didattici e non commerciali,
a condizione che venga citata la fonte.*

*Le statistiche contenute
in questo numero sono aggiornate
al 2 aprile 2014.*

ISSN 1561-0276 (stampa)
ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di aprile 2014
presso la Divisione Editoria e stampa
della Banca d'Italia in Roma.*



INDICE

EDITORIALE	5
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI	
1 Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Riquadro 1 La validità del tasso di disoccupazione come misura degli andamenti nel mercato del lavoro negli Stati Uniti	13
2 Gli andamenti monetari e finanziari	19
Riquadro 2 Andamenti recenti delle emissioni di titoli di debito da parte di società non finanziarie nell'area dell'euro	25
Riquadro 3 Il quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia per le operazioni di politica monetaria	31
3 Prezzi e costi	42
Riquadro 4 Potenziali errori di misurazione degli indici dei prezzi al consumo	44
4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	50
Riquadro 5 Sottoutilizzo della capacità produttiva nell'area dell'euro	51
Riquadro 6 Fattori sottostanti alla flessione e alla ripresa degli investimenti delle imprese	58
Riquadro 7 La crescita del valore aggiunto per settore nell'area dell'euro e l'indice dei responsabili degli acquisti	62
ARTICOLI	
La forward guidance della BCE	71
I moltiplicatori di bilancio e la tempistica di risanamento	81
STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
ALLEGATI	
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea	VII
Glossario	XI

SIGLARIO

PAESI

BE	Belgio	LU	Lussemburgo
BG	Bulgaria	HU	Ungheria
CZ	Repubblica Ceca	MT	Malta
DK	Danimarca	NL	Paesi Bassi
DE	Germania	AT	Austria
EE	Estonia	PL	Polonia
IE	Irlanda	PT	Portogallo
GR	Grecia	RO	Romania
ES	Spagna	SI	Slovenia
FR	Francia	SK	Slovacchia
HR	Croazia	FI	Finlandia
IT	Italia	SE	Svezia
CY	Cipro	UK	Regno Unito
LV	Lettonia	JP	Giappone
LT	Lituania	US	Stati Uniti

ALTRE

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
CLUPM	Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
HWWI	Istituto per l'economia internazionale di Amburgo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
NACE	classificazione statistica delle attività economiche nell'Unione europea
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 4	Standard International Trade Classification (4ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

Secondo la consuetudine dell'Unione, i paesi UE sono elencati in questo Bollettino utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.



EDITORIALE

Nella riunione del 3 aprile, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Le nuove informazioni confermano che la moderata ripresa economica dell'area dell'euro prosegue in linea con la precedente valutazione del Consiglio direttivo. Allo stesso tempo le recenti informazioni restano coerenti con l'aspettativa del Consiglio direttivo di un prolungato periodo di bassa inflazione seguito da un graduale andamento al rialzo dello IAPC. Le indicazioni derivanti dall'analisi monetaria confermano un quadro caratterizzato da contenute pressioni di fondo sui prezzi nell'area dell'euro a medio termine. Le aspettative di inflazione per l'area nel medio-lungo periodo continuano a essere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.

In prospettiva, il Consiglio direttivo seguirà gli andamenti con molta attenzione e prenderà in considerazione tutti gli strumenti disponibili. Esso è fermamente determinato a mantenere un elevato grado di accomodamento della politica monetaria e a intervenire con prontezza, se necessario. Pertanto, non esclude un ulteriore allentamento della politica monetaria e ribadisce con fermezza che continua ad attendersi tassi di interesse di riferimento della BCE su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo. Tale aspettativa si fonda su prospettive di inflazione complessivamente contenute anche nel medio termine, tenuto conto della debolezza generalizzata dell'economia, del grado elevato di capacità inutilizzata e della modesta creazione di moneta e credito. Allo stesso tempo il Consiglio direttivo segue con attenzione gli andamenti nei mercati monetari. Esso è unanime nel suo impegno a ricorrere anche a strumenti non convenzionali nell'ambito del suo mandato per far fronte con efficacia ai rischi di un periodo troppo prolungato di bassa inflazione.

Per quanto riguarda l'analisi economica, il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato sul periodo precedente dello 0,2 per cento nell'ultimo trimestre del 2013, dopo lo 0,1 del terzo e lo 0,3 del secondo. I dati delle indagini congiunturali estese al primo trimestre di quest'anno sono coerenti con il procedere di una crescita moderata, confermando la precedente aspettativa che la ripresa in atto è sempre più sostenuta dal consolidamento della domanda interna. In prospettiva, si dovrebbe concretizzare un ulteriore incremento della domanda interna, favorito dall'orientamento accomodante della politica monetaria, dai continui miglioramenti delle condizioni di finanziamento che si trasmettono all'economia reale e dai progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali. Inoltre, i redditi reali beneficiano di un andamento moderato dei prezzi, in particolare di quotazioni dell'energia più contenute. L'attività economica dovrebbe altresì trarre vantaggio da un graduale rafforzamento della domanda di esportazioni dell'area. Nel contempo, sebbene dai mercati del lavoro provengano i primi segnali di miglioramento, la disoccupazione resta elevata nell'area dell'euro, unitamente a una capacità produttiva inutilizzata nel complesso considerevole. Inoltre, gli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato seguiranno a gravare sul ritmo della ripresa economica.

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro continuano a essere orientati al ribasso. Gli andamenti nei mercati finanziari mondiali e nei paesi emergenti, nonché i rischi geopolitici, potrebbero essere in grado di influenzare negativamente le condizioni economiche. Altri rischi al ribasso includono una domanda interna inferiore alle attese e un'attuazione insufficiente delle riforme strutturali nei paesi dell'area, nonché una crescita più debole delle esportazioni.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa dallo 0,7 allo 0,5 per cento tra febbraio e marzo, di riflesso al calo dei tassi

di variazione sui dodici mesi degli alimentari, dei beni e dei servizi in parte compensato da una flessione più moderata delle quotazioni dell'energia. In base ai tassi di cambio e ai prezzi dei contratti future per l'energia osservati attualmente, ci si attende che in aprile l'inflazione al consumo registri un certo incremento, connesso in parte alla variabilità dei prezzi dei servizi nel periodo intorno a Pasqua. Nei mesi seguenti l'inflazione dovrebbe restare contenuta, per poi aumentare gradualmente nel corso del 2015 e raggiungere livelli prossimi al 2 per cento verso la fine del 2016. Allo stesso tempo le aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorate in linea con la stabilità dei prezzi.

Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi, sia al rialzo che al ribasso, siano limitati e sostanzialmente bilanciati nel medio periodo. In tale contesto le possibili ripercussioni dei rischi geopolitici, nonché dell'evoluzione dei tassi di cambio saranno tenute sotto stretta osservazione.

Passando all'analisi monetaria, i dati di febbraio indicano una contenuta espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio (M3). Il tasso di incremento sui dodici mesi di M3, pari a gennaio all'1,2 per cento, è rimasto pressoché stabile a febbraio, collocandosi all'1,3 per cento. La crescita dell'aggregato monetario ristretto M1 si è mantenuta vigorosa a febbraio, al 6,2 per cento, dopo il 6,1 di gennaio. Il fattore principale alla base dell'espansione di M3 resta l'aumento delle attività nette sull'estero delle IFM, di riflesso al forte interesse degli investitori internazionali per le attività dell'area dell'euro.

I prestiti delle IFM al settore privato hanno continuato a diminuire a febbraio. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è collocato al -3,1 per cento, rispetto al -2,8 di gennaio. Tale debole dinamica seguita a riflettere, con gli usuali ritardi, la sua relazione con il ciclo economico e a rispecchiare il rischio di credito e l'aggiustamento in atto nei bilanci dei settori finanziario e non finanziario. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è situato a febbraio allo 0,4 per cento, ancora sostanzialmente invariato dall'inizio del 2013.

Dall'estate del 2012 si sono compiuti notevoli progressi nel miglioramento della situazione della provvista bancaria. Per assicurare un'appropriata trasmissione della politica monetaria alle condizioni di finanziamento nei paesi dell'area dell'euro è essenziale ridurre ulteriormente la frammentazione dei mercati creditizi dell'area e consolidare la capacità di tenuta delle banche ove necessario. Questo è quanto si prefigge la valutazione approfondita attualmente condotta dalla BCE.

In sintesi, l'analisi economica conferma l'aspettativa del Consiglio direttivo di un prolungato periodo di bassa inflazione seguito poi da un graduale andamento al rialzo dello IAPC verso livelli più prossimi al 2 per cento. La verifica incrociata con le indicazioni derivanti dall'analisi monetaria conferma un quadro caratterizzato da contenute pressioni di fondo sui prezzi nell'area dell'euro a medio termine.

Quanto alle politiche di bilancio, i paesi dell'area dell'euro hanno conseguito progressi importanti nella correzione degli squilibri delle finanze pubbliche. Non dovrebbero vanificare i risultati già ottenuti su questo fronte, ma ricondurre gli elevati rapporti debito/PIL su un sentiero discendente nel medio termine, in linea con il Patto di stabilità e crescita. Le strategie di bilancio dovrebbero assicurare una composizione dell'aggiustamento favorevole alla crescita

al fine di innalzare la qualità e l'efficienza dei servizi pubblici, limitando al minimo gli effetti distorsivi dell'imposizione fiscale. Occorre attuare ulteriori interventi decisivi per realizzare riforme nei mercati dei beni e servizi e del lavoro finalizzate a incrementare la competitività, innalzare la crescita potenziale, creare opportunità di occupazione e rendere le economie dell'area più flessibili.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo esamina le ragioni per le quali le banche centrali comunicano indicazioni prospettiche sulla politica monetaria (forward guidance) e spiega la ratio di quelle fornite dalla BCE e la loro efficacia. Il secondo presenta il dibattito relativo ai moltiplicatori fiscali di breve periodo e all'impatto di medio e di più lungo termine del risanamento dei conti pubblici sulla sostenibilità del debito e sul prodotto.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'attività economica mondiale continua a espandersi a un ritmo graduale, nonostante il lieve indebolimento osservato dagli inizi dell'anno, dovuto principalmente a fattori temporanei. Continua il cambiamento della dinamica di crescita tra le varie regioni: mentre nei paesi avanzati si consolida la fase di rafforzamento, in quelli emergenti le prospettive risentono delle incertezze economiche e geopolitiche. L'inflazione e le pressioni inflazionistiche restano contenute a livello mondiale.

I.1 ATTIVITÀ ECONOMICA E COMMERCIO MONDIALE

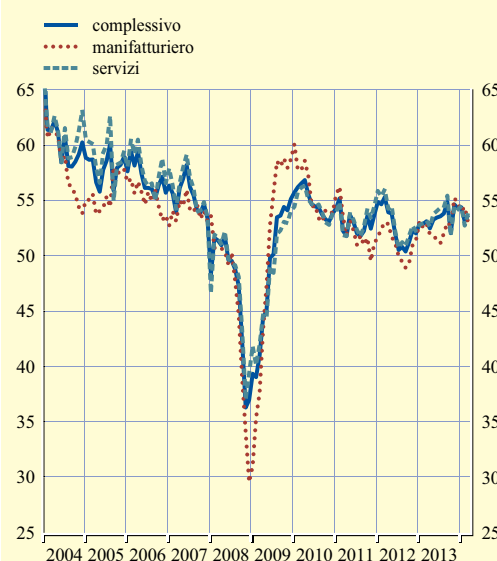
L'attività economica mondiale continua a espandersi a un ritmo graduale, nonostante il lieve indebolimento temporaneo osservato dagli inizi dell'anno e connesso a fattori una tantum quali le condizioni meteorologiche avverse negli Stati Uniti e gli effetti del Capodanno cinese. Continua il cambiamento della dinamica di crescita tra le varie regioni: mentre i paesi avanzati continuano a rafforzarsi, i principali mercati emergenti perdono vigore a causa dell'impatto delle incertezze economiche e geopolitiche sulle loro prospettive di crescita a breve e medio termine. Il conflitto tra Ucraina e Russia ha finora avuto effetti piuttosto contenuti sui mercati finanziari e delle materie prime mondiali. Gli indicatori del clima di fiducia a livello internazionale sono lievemente peggiorati negli ultimi mesi, ma restano su livelli complessivamente elevati grazie agli andamenti nelle economie avanzate. In marzo l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo alla produzione manifatturiera è diminuito leggermente (a 52,4, da 53,2 in febbraio), confermando il previsto rallentamento dell'attività mondiale nel primo trimestre, e anche il PMI calcolato escludendo l'area dell'euro ha evidenziato un calo (cfr. figura 1).

Gli indicatori anticipatori del ciclo continuano a suggerire una ripresa graduale e difforme dell'economia mondiale. La componente del PMI per il settore manifatturiero concernente i nuovi ordinativi ha evidenziato ancora una buona tenuta a marzo, pur registrando un lieve calo rispetto a febbraio. Nel contempo, a gennaio l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE, concepito per anticipare i punti di svolta dell'attività economica rispetto al trend, ha segnalato un miglioramento della crescita in gran parte dei principali paesi appartenenti all'organizzazione (e più in particolare negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito) e una perdurante decelerazione nelle principali economie emergenti (cfr. figura 2).

Anche la crescita del commercio internazionale rimane esitante, avendo registrato una lieve perdita di slancio in gennaio. Secondo il CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, a gennaio il tasso di incremento delle importazioni mondiali di beni in termini di volume è sceso all'1,2 per cento sui tre mesi precedenti, dall'1,3 di dicembre. Questo leggero calo va imputato principalmente agli Stati Uniti e ai paesi emergenti dell'Asia ed è in parte riconducibile a fattori specifici e una tantum

Figura 1 PMI del prodotto mondiale (esclusa l'area dell'euro)

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

quali le condizioni meteorologiche avverse e gli effetti del Capodanno cinese, oltre che alle notizie più negative sull'interscambio provenienti dall'America latina. Le importazioni di beni si sono invece rafforzate in Giappone e nell'Europa centrale e orientale. A marzo 2014 il PMI mondiale concernente i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è lievemente aumentato, il che segnala una perdurante ripresa moderata dell'interscambio globale.

I rischi per le prospettive di crescita dell'economia mondiale restano orientati verso il basso. Gli andamenti nei mercati finanziari internazionali e nei paesi emergenti, assieme ai rischi geopolitici, potrebbero influire negativamente sulle condizioni economiche.

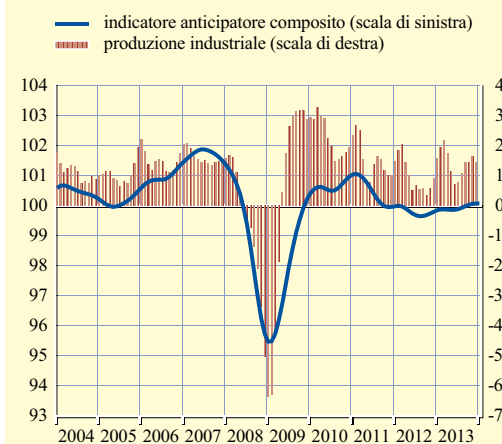
1.2 ANDAMENTI DEI PREZZI A LIVELLO INTERNAZIONALE

L'inflazione a livello mondiale rimane su livelli bassi in particolare nelle economie avanzate. Nell'area dell'OCSE il tasso di incremento sui dodici mesi dei prezzi al consumo è sceso all'1,4 per cento in febbraio, dall'1,7 di gennaio, riflettendo principalmente il contributo negativo della componente energetica. L'inflazione è diminuita nella maggior parte delle economie avanzate escluso il Giappone e ha invece seguito andamenti relativamente diffusi e volatili nei paesi emergenti, scendendo in Cina e India e aumentando in Russia e Brasile. Il tasso di inflazione dell'OCSE calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasto stabile in febbraio, all'1,6 per cento, per il quarto mese consecutivo (cfr. tavola 1).

Le prospettive per l'inflazione a livello mondiale risentono in misura considerevole degli andamenti dei corsi delle materie prime e più in particolare di quelli dei beni energetici. Le quotazioni del

Figura 2 Indicatore anticipatore composito e produzione industriale

(scala di sinistra: media dell'indice normalizzato = 100; scala di destra: variazioni percentuali sui tre mesi precedenti)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indicatore composito è relativo ai paesi OCSE più Brasile, Cina, India, Indonesia, Russia e Sudafrica. La linea orizzontale, corrispondente al valore 100, rappresenta la tendenza dell'attività economica. La produzione industriale è relativa ai paesi summenzionati tranne l'Indonesia.

Tavola 1 Andamenti dei prezzi in alcune economie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2012		2013		2013				2014	
			set.	ott.	nov.	dic.	gen.	feb.		
OCSE	2,3	1,6	1,5	1,3	1,5	1,6	1,7	1,4		
Stati Uniti	2,1	1,5	1,2	1,0	1,2	1,5	1,6	1,1		
Giappone	0,0	0,4	1,1	1,1	1,5	1,6	1,4	1,5		
Regno Unito	2,8	2,6	2,7	2,2	2,1	2,0	1,9	1,7		
Cina	2,6	2,6	3,1	3,2	3,0	2,5	2,5	2,0		
<i>Per memoria:</i>										
Inflazione di fondo dell'OCSE ¹⁾	1,8	1,6	1,6	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6		

Fonti: OCSE, dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Al netto della componente alimentare ed energetica.

greggio di qualità Brent sono rimaste relativamente stabili attorno a 106-111 dollari al barile negli ultimi due mesi (cfr. figura 3) e il 2 aprile si collocavano a 107 dollari al barile, un livello inferiore di circa il 3 per cento rispetto a un anno prima. Guardando ai fondamentali, le condizioni della domanda e dell'offerta su scala internazionale continuano a suggerire che il mercato petrolifero può contare su forniture relativamente abbondanti. Secondo l'Agenzia internazionale per l'energia, l'aumento della domanda mondiale di petrolio nel 2014 (riconciliabile soprattutto ai paesi che non fanno parte dell'OCSE) dovrebbe essere accompagnato da una crescita dell'offerta dei paesi non appartenenti all'OPEC (dovuta principalmente alla forte espansione della produzione di petrolio di scisto negli Stati Uniti). Al tempo stesso le forniture di greggio dei paesi dell'OPEC, che negli ultimi mesi hanno subito gravi turbative, evidenziano segnali di ripresa nel contesto del significativo aumento della produzione in Iraq a febbraio. In prospettiva, gli operatori si attendono prezzi lievemente inferiori nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti future sul Brent con scadenza a dicembre 2015 che si collocano a 99 dollari al barile.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono rimasti nell'insieme relativamente stabili negli ultimi mesi. I corsi dei metalli sono calati a marzo per i timori connessi al rallentamento della domanda in Cina, mentre quelli delle derrate alimentari sono aumentati. L'indice aggregato dei prezzi delle materie prime non energetiche (denominato in dollari) è attualmente inferiore di circa il 2,6 per cento rispetto a un anno fa.

1.3 ANDAMENTI IN ALCUNE ECONOMIE

STATI UNITI

Negli Stati Uniti il tasso di incremento del PIL in termini reali è rimasto elevato nel quarto trimestre del 2013 (cfr. tavola 2). La terza stima del Bureau of Economic Analysis lo colloca al 2,6 per cento in ragione d'anno (0,7 per cento sul periodo precedente), in calo rispetto al 4,1 per cento (1,0 per cento sul periodo precedente) del terzo trimestre. La crescita è stata sorretta dal rafforzamento della spesa per consumi personali, degli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale e delle esportazioni rispetto al periodo precedente, mentre l'accumulo delle scorte ha svolto un ruolo neutrale dopo il forte contributo positivo del trimestre precedente. Sia gli investimenti in edilizia residenziale sia la spesa pubblica hanno subito un calo, imputabile nel secondo caso a una flessione della spesa sia federale sia statale e locale.

Dopo i dati ad alta frequenza piuttosto modesti di gennaio, gli indicatori disponibili per febbraio sono nell'insieme più positivi e questo suggerisce una possibile ripresa rispetto al peggioramento osservato nella parte precedente dell'anno come conseguenza principale di condizioni meteorologiche avverse. In febbraio sia le vendite al dettaglio sia la produzione industriale hanno recuperato,

Figura 3 Principali andamenti dei prezzi delle materie prime

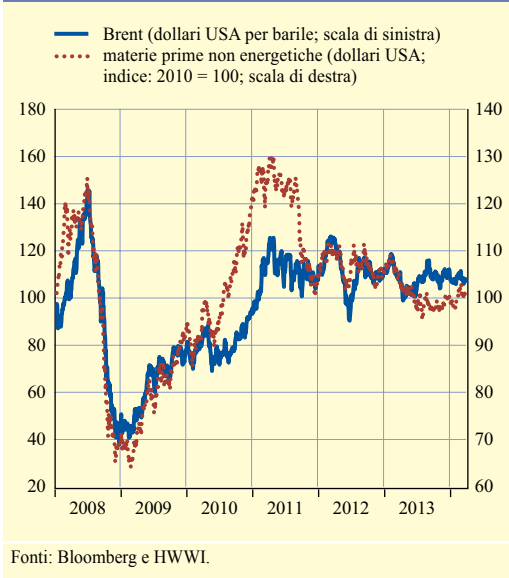


Tavola 2 Crescita del PIL in termini reali in alcune economie

(variazioni percentuali)

	2012	Tasso di crescita annuo				Tasso di crescita trimestrale		
		2013	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.
Stati Uniti	2,8	1,9	1,6	2,0	2,6	0,6	1,0	0,7
Giappone	1,4	1,5	1,3	2,4	2,5	1,0	0,2	0,2
Regno Unito	0,3	1,7	1,7	1,8	2,7	0,8	0,8	0,7
Cina	7,7	7,7	7,5	7,8	7,7	1,8	2,2	1,8

Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

dopo il calo del mese precedente, e la creazione di posti di lavoro si è lievemente intensificata: il numero di impieghi nel settore non agricolo è aumentato di 175.000 unità, da 129.000 di gennaio. Andamenti più deboli hanno caratterizzato il settore immobiliare – nel quale le nuove abitazioni, le vendite di alloggi esistenti e il clima di fiducia rimangono più modesti – e il commercio, in un contesto in cui sia le importazioni sia le esportazioni in termini reali hanno registrato una crescita piuttosto fiacca a dicembre e gennaio. Su questo sfondo, e come suggerito da un’analisi più generale delle condizioni nel mercato del lavoro (cfr. riquadro 1), gli Stati Uniti continuano a presentare un considerevole margine di capacità inutilizzata. Quest’anno si prevede tuttavia che l’attività si intensifichi nel suo insieme, grazie all’ulteriore rafforzamento della domanda interna privata (in presenza di condizioni finanziarie ancora accomodanti e di un miglioramento del clima di fiducia) e al minore drenaggio fiscale.

In febbraio l’inflazione sui dodici mesi misurata sull’indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa di 0,5 punti percentuali, all’1,1 per cento, riflettendo principalmente la minore dinamica dei corsi dei beni energetici dovuta in parte a effetti base. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è stato pari all’1,6 per cento, invariato rispetto a gennaio ma lievemente inferiore all’1,7 per cento dei quattro mesi precedenti. Negli ultimi mesi l’inflazione sui dodici mesi misurata dal deflatore della spesa per consumi delle famiglie si è attestata su livelli più bassi e prossimi all’1 per cento, per motivi parzialmente riconducibili alla diversa ponderazione delle componenti rispetto all’IPC. In prospettiva, la ripresa dell’attività economica dovrebbe far aumentare nel tempo il grado di utilizzo della capacità produttiva e questo dovrebbe riflettersi in un aumento graduale e moderato dell’inflazione.

Nel contesto del generale miglioramento delle prospettive per l’economia, nella riunione del 19 marzo 2014 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha annunciato una riduzione del ritmo mensile degli acquisti di attività per ulteriori 10 miliardi di dollari, a 55 miliardi, a decorrere da aprile. La decisione interessa in eguale misura gli acquisti di mutui cartolarizzati (che passeranno da 30 a 25 miliardi di dollari) e quelli di titoli del Tesoro a più lungo termine (che caleranno da 35 a 30 miliardi di dollari). Il FOMC ha altresì rivisto la comunicazione delle proprie indicazioni prospettiche sulla politica monetaria (forward guidance) rispetto a gennaio, dichiarando che – nel decidere per quanto tempo mantenere invariati i tassi di interesse – “terrà conto di un’ampia serie di informazioni, comprese le misure delle condizioni nel mercato del lavoro, gli indicatori delle pressioni inflazionistiche e delle aspettative di inflazione e i dati relativi agli andamenti finanziari”. Esso ha tuttavia affermato che “il cambiamento nelle indicazioni prospettiche del FOMC non indica alcuna variazione delle intenzioni di politica monetaria espresse dal Comitato nelle dichiarazioni recenti”.

Riquadro I

LA VALIDITÀ DEL TASSO DI DISOCCUPAZIONE COME MISURA DEGLI ANDAMENTI NEL MERCATO DEL LAVORO NEGLI STATI UNITI

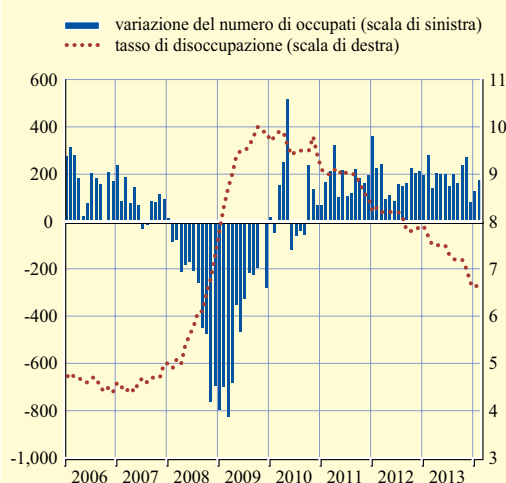
La valutazione del mercato del lavoro negli Stati Uniti ha acquisito rilevanza nel contesto delle politiche monetarie non convenzionali del Federal Reserve System. Le indicazioni prospettiche sulla politica monetaria (forward guidance) del Federal Open Market Committee (FOMC) segnalavano fino a poco tempo fa l'intenzione di non innalzare i tassi di interesse finché il tasso di disoccupazione fosse rimasto al di sopra del 6,5 per cento. Il 19 marzo 2014, all'approssimarsi di questo valore soglia, la comunicazione del FOMC è stata sostituita da indicazioni prospettiche di natura qualitativa che continuavano a includere un'analisi delle condizioni nel mercato del lavoro¹⁾. In tale contesto, questo riquadro mira a valutare il vigore di fondo del mercato del lavoro statunitense e misurare l'eccesso di offerta al suo interno.

Il miglioramento nel mercato del lavoro e il calo del tasso di partecipazione

Nel 2013 la ripresa nel mercato del lavoro si è rafforzata ulteriormente. La creazione di impieghi – misurata dalla variazione del totale degli occupati nel settore non agricolo – ha continuato a crescere a ritmi relativamente costanti, in un contesto in cui l'economia statunitense ha creato una media di 194.000 posti di lavoro al mese (cfr. figura A). Nel contempo, fra dicembre 2012 e febbraio 2014 il tasso di disoccupazione è sceso dal 7,9 al 6,7 per cento. Gran parte di questo calo va tuttavia ricondotta al minore tasso di partecipazione alle forze di lavoro, che nel 2013 è diminuito

Figura A Variazione del numero di occupati e tasso di disoccupazione

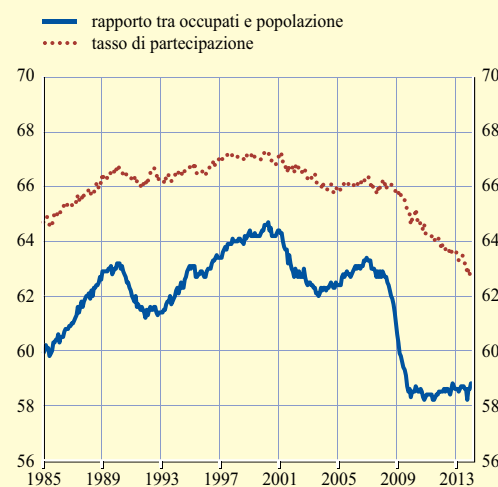
(scala di sinistra: variazione mensile, in migliaia; scala di destra: in percentuale della forza lavoro)



Fonte: Bureau of Labor Statistics
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2014.

Figura B Rapporto tra occupati e popolazione e tasso di partecipazione

(in percentuale della popolazione civile)



Fonte: Bureau of Labor Statistics
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2014.

1) Cfr. la dichiarazione del 19 marzo 2014 del Federal Open Market Committee, Board of Governors del Federal Reserve System.

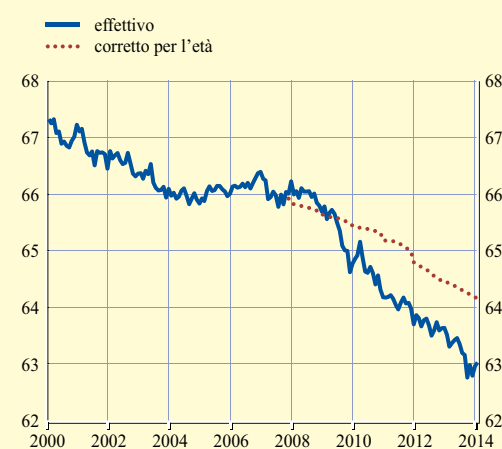
di 0,8 punti percentuali²⁾. Rimangono al tempo stesso su livelli elevati le misure più ampie della disoccupazione comprendenti i “lavoratori scoraggiati”³⁾ e quelli a tempo parziale che preferirebbero posizioni a tempo pieno, oltre che i disoccupati di lungo periodo. Anche gli andamenti del rapporto tra occupati e popolazione (cfr. figura B) e dei tassi di turnover occupazionale (assunzioni e cessazioni) descrivono un quadro meno positivo del mercato del lavoro.

La caduta del tasso di partecipazione osservata negli ultimi anni appare anomala nel confronto con i cicli economici precedenti. In particolare, a differenza di quanto osservato nella maggioranza delle precedenti fasi di recupero negli Stati Uniti, il tasso di partecipazione non è migliorato con la ripresa iniziata nel 2009 ed è anzi diminuito di 3,0 punti percentuali fra dicembre 2007 e febbraio 2014. Nell’area dell’euro è invece aumentato di 1,2 punti percentuali tra la fine del 2007 e il terzo trimestre del 2013, con un impatto sfavorevole immediato sul tasso di disoccupazione. Questa caratteristica potrebbe in parte spiegare l’osservata divergenza tra gli andamenti del tasso di disoccupazione nell’area dell’euro e negli Stati Uniti⁴⁾.

Il richiamato calo senza precedenti del tasso di partecipazione negli Stati Uniti a partire da dicembre 2007 potrebbe essere imputabile a diversi fattori. Il primo è rappresentato dall’aumento costante della quota di persone di età superiore ai 55 anni e dalla concomitante diminuzione di quella dei lavoratori di età compresa fra i 25 e i 54 anni (cosiddetta prime-age) sul totale della popolazione. Tale cambiamento demografico è considerato all’origine di circa un terzo della diminuzione complessiva del tasso di partecipazione alle forze di lavoro da dicembre 2007 (cfr. figura C), poiché quest’ultimo si riduce all’aumentare dell’età. Il secondo fattore va ricercato nel fatto che dal 2007 il numero di iscritti ai programmi di copertura previdenziale per invalidità è cresciuto in misura considerevole e ben superiore a quanto osservato prima della crisi, agendo forse da meccanismo di sostegno per i lavoratori in esubero. La ricerca empirica indica che i beneficiari di sussidi di invalidità tendono a rimanere permanentemente al di fuori della forza lavoro e ad andare in pensione una volta raggiunti i requisiti necessari⁵⁾. Questi primi due fattori possono quindi essere considerati strutturali.

Figura C Tasso di partecipazione effettivo e corretto per l’età

(in percentuale della popolazione civile)



Fonti: Bureau of Labor Statistics ed elaborazioni della BCE.
 Note: la misura corretta per l’età è calcolata per il periodo successivo al 2007 e consente al tasso di partecipazione alla forza lavoro di variare solo come conseguenza di variazioni delle quote di popolazione. L’ultima osservazione si riferisce a febbraio 2014.

- 2) Il tasso di partecipazione alla forza lavoro è definito come la percentuale di popolazione civile non istituzionalizzata che è parte delle forze di lavoro (occupati e disoccupati in cerca di occupazione).
- 3) Per “lavoratori scoraggiati” si intendono gli individui che non hanno cercato attivamente un posto di lavoro nelle quattro settimane antecedenti la settimana di riferimento in quanto convinti che non vi fossero opportunità di impiego, incapaci di trovare un lavoro, non in possesso del livello di istruzione o formazione richiesto, ritenuti troppo giovani o troppo anziani dal potenziale datore di lavoro ovvero oggetto di altre forme di discriminazione.
- 4) Per una panoramica delle differenze tra l’area dell’euro e gli Stati Uniti in termini di correzione del mercato del lavoro dagli inizi della crisi finanziaria, cfr. il riquadro *Andamenti del mercato del lavoro nell’area dell’euro e negli Stati Uniti dall’inizio della crisi finanziaria mondiale* nel numero di agosto 2013 di questo Bollettino.
- 5) Cfr. ad esempio Sherk, J., *Not Looking for Work: Why Labor Force Participation Has Fallen During the Recession*, Backgrounder n. 2722, The Heritage Foundation, settembre 2013.

In terzo luogo, negli ultimi anni la scarsità di impieghi ha indotto i giovani a proseguire gli studi per migliorare le opportunità di inserimento nel mercato del lavoro una volta che l'economia avrà ripreso vigore. La percentuale di popolazione di età compresa fra i 16 e i 24 anni iscritta in istituti di istruzione secondaria e terziaria, che non fa quindi parte della forza lavoro, è di conseguenza aumentata considerevolmente dal 2007. Questo fenomeno è probabilmente di natura in larga parte ciclica, poiché gli studenti entreranno a far parte della forza lavoro quando la loro formazione sarà stata completata e le prospettive economiche saranno migliorate. Infine, il deterioramento delle prospettive per l'economia durante e dopo la recessione recente ha fatto uscire un numero significativo di persone dalla forza lavoro e determinato quindi un sostanziale aumento del numero di lavoratori "marginalmente attaccati"⁶⁾ al mondo del lavoro e scoraggiati. Esiste notevole incertezza quanto alla possibilità che i lavoratori scoraggiati possano lasciare in modo permanente la forza lavoro a causa della perdita di competenze e non è pertanto chiaro se questo fattore diventerà in larga misura strutturale o se invece verrà gradualmente meno.

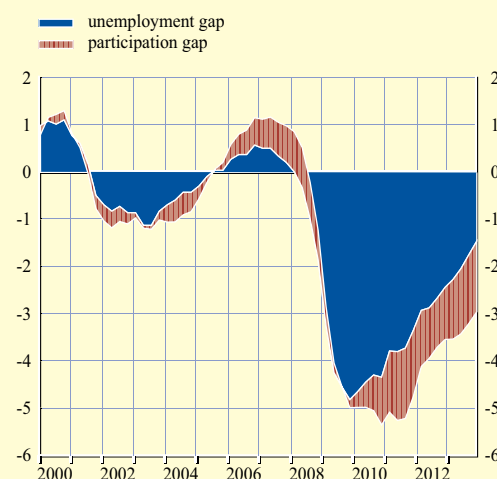
Le stime esterne elaborate tra gli altri dal Congressional Budget Office (CBO) mostrano come il calo di 3 punti percentuali del tasso di partecipazione fra la fine del 2007 e lo stesso periodo del 2013 sia dovuto per due terzi a fattori strutturali e più in particolare all'invecchiamento demografico (1,5 punti percentuali) e alla lentezza della ripresa, che ha portato i lavoratori scoraggiati a uscire in modo permanente dalla forza lavoro (0,5 punti percentuali)⁷⁾. Erceg e Levin, in un rapporto del 2013, sostengono invece che gran parte della flessione è da imputare a fattori ciclici⁸⁾.

La misurazione dell'eccesso di offerta nel mercato del lavoro

Il calo della disoccupazione è stato accompagnato da una rapida diminuzione (da -2,4 a -1,5 punti percentuali fra l'ultimo trimestre del 2012 e il periodo corrispondente del 2013) dell'eccesso di offerta nel mercato del lavoro definito in termini dell'unemployment gap, vale a dire della differenza tra il tasso di disoccupazione a tasso di inflazione stabile (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU) stimato dal CBO e il tasso di disoccupazione effettivo (cfr. figura D). Una valutazione più ampia dell'eccesso di manodopera dovrebbe tuttavia considerare non solo l'unemployment gap, ma anche gli individui che sono usciti temporaneamente dalla forza lavoro. Ciò può essere misurato dal participation rate gap, definito come la differenza tra la forza di lavoro potenziale stimata dal CBO e quella effettiva, che riflette la parte del calo della forza lavoro risultante dalla debolezza della domanda di manodopera.

Figura D Participation gap e unemployment gap

(in percentuale della forza lavoro)



Fonti: Bureau of Labor Statistics, CBO ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione è relativa al quarto trimestre del 2013.

6) Si definiscono "marginalmente attaccati" gli individui che hanno cercato un'occupazione nei 12 mesi precedenti ed erano disponibili ad accettare un'offerta di lavoro nella settimana di riferimento.

7) Cfr. *The Slow Recovery of the Labor Market*, Congressional Budget Office, febbraio 2014.

8) Cfr. Erceg, C. e Levin, A., "Labor Force Participation and Monetary Policy in the Wake of the Great Recession", *IMF Working Papers*, n. 245, Fondo monetario internazionale, 2013.

L'eccesso di offerta nel mercato del lavoro statunitense appare significativamente maggiore se calcolato tenendo conto non solo dell'unemployment gap, ma anche del participation rate gap (cfr. figura D). Il mercato del lavoro negli Stati Uniti continua quindi a presentare una riserva piuttosto ampia di manodopera inutilizzata, che può essere assorbita al migliorare delle prospettive economiche e all'aumentare della domanda di lavoro. Nell'insieme questo mostra che il suddetto eccesso di offerta è aumentato durante la recessione recente, raggiungendo un massimo a 5,4 punti percentuali al di sotto della piena occupazione nell'ultimo trimestre del 2010, e che tale andamento è stato riconducibile soprattutto all'unemployment gap nella fase iniziale e in misura crescente al participation rate gap dal 2010. L'eccesso totale di offerta nel mercato del lavoro è diminuito sostanzialmente, a 3,0 punti percentuali nell'ultimo trimestre del 2013, riflettendo in larga parte il restringimento dell'unemployment gap. Il participation rate gap ha invece continuato ad ampliarsi e alla fine del 2013 era stimato di entità pari a quella dell'unemployment gap (-1,5 punti percentuali).

Conclusioni

L'analisi presentata in questo riquadro evidenzia la necessità di non limitarsi al tasso di disoccupazione nel monitorare gli andamenti del mercato del lavoro⁹⁾. Un esame più ampio mostra che le condizioni in tale mercato restano nell'insieme relativamente deboli e caratterizzate da un considerevole eccesso di offerta negli Stati Uniti.

9) Cfr. Yellen, J., *Semiannual Monetary Policy Report to the Congress*, 11 febbraio 2014

GIAPPONE

In Giappone il tasso di incremento del PIL in termini reali nel quarto trimestre del 2013 è stato rivisto al ribasso, allo 0,2 per cento sul periodo precedente, a ulteriore riprova della perdita di slancio osservata nella seconda metà dello scorso anno. La revisione verso il basso è dovuta all'indebolimento della domanda interna, che è tuttavia rimasta vigorosa e ha contribuito per 0,7 punti percentuali alla crescita nel quarto trimestre. Le esportazioni nette hanno invece fornito un contributo negativo di 0,5 punti percentuali. Si ritiene che l'attività economica abbia registrato un miglioramento nel primo trimestre del 2014, grazie all'anticipo della domanda in previsione dell'aumento dell'imposta sui consumi previsto per aprile. Si ritiene tuttavia che questa espansione nel primo trimestre sia seguita da una contrazione nel secondo e che il prodotto torni a crescere a ritmi modesti nella parte rimanente dell'anno.

L'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita all'1,5 per cento in febbraio, dall'1,4 di gennaio. Negli ultimi quattro mesi l'inflazione IPC ha mostrato segni di stabilizzazione. Il tasso calcolato al netto di alimentari, bevande ed energia è anch'esso aumentato di 0,1 punti percentuali a febbraio, allo 0,8 per cento. Nella riunione di politica monetaria tenutasi a marzo la Banca del Giappone ha mantenuto invariato l'obiettivo per la base monetaria.

REGNO UNITO

Il Regno Unito ha evidenziato un'espansione economica vigorosa negli ultimi trimestri. Gli indicatori delle indagini congiunturali presso le imprese si sono mantenuti su livelli relativamente elevati nel primo trimestre del 2014, a mostrare che la crescita è rimasta vigorosa nonostante le condizioni meteorologiche avverse nel paese. Anche il clima di fiducia dei consumatori è migliorato e sia i prezzi degli immobili residenziali sia il credito alle famiglie hanno messo a segno un buon recupero. In un'ottica di medio termine, tuttavia, è probabile che la ripresa risenta di andamenti sfavorevoli. L'evoluzione relativamente debole del reddito reale delle famiglie in presenza di una

dinamica fiacca della produttività e la perdurante necessità di un aggiustamento dei bilanci nei settori pubblico e privato continueranno a frenare la domanda interna, mentre le prospettive per le esportazioni rimangono modeste.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC ha subito un calo negli ultimi mesi. Essa è diminuita di 0,2 punti percentuali, all'1,7 per cento, in febbraio riflettendo principalmente la più debole dinamica dei prezzi dei beni alimentari e dei prodotti energetici. Per il futuro, ci si attende che le spinte inflazionistiche restino moderate, dato che l'esistenza di capacità produttiva inutilizzata nell'economia e gli effetti ritardati del recente apprezzamento della moneta continuano a smorzare l'inflazione. Nella riunione del 6 marzo 2014 il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso di mantenere il tasso di riferimento allo 0,5 per cento e il suo programma di acquisto di titoli nell'ordine di 375 miliardi di sterline.

CINA

Un'ampia serie di indicatori – tra cui la produzione industriale, le vendite al dettaglio e i PMI nel settore manifatturiero – segnala un indebolimento della crescita in Cina nel primo trimestre del 2014. Le statistiche commerciali sono state più negative del previsto: a febbraio le esportazioni di beni in termini nominali hanno subito un calo del 18 per cento sul periodo corrispondente, dopo essere aumentate del 10 per cento in gennaio. La maggiore variabilità dei tassi di crescita del commercio agli inizi dell'anno è tuttavia un fenomeno ricorrente connesso al Capodanno cinese e il rallentamento delle esportazioni dovrebbe quindi essere interpretato con cautela. Gli investimenti fissi hanno invece registrato un'espansione nei primi due mesi del 2014, aumentando ulteriormente rispetto a dicembre 2013. Gli indicatori disponibili segnalano che il rallentamento è concentrato soprattutto nel settore manifatturiero. Le pressioni inflazionistiche rimangono complessivamente modeste: l'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa al 2 per cento in febbraio e i prezzi alla produzione sono ancora in calo. Anche la creazione di credito ha continuato a indebolirsi, pur mantenendosi ben al di sopra del tasso di incremento del PIL in termini nominali. La decelerazione agli inizi dell'anno renderà più difficile il raggiungimento dell'obiettivo di crescita fissato dalle autorità a circa il 7,5 per cento per il 2014. Il governo ha tuttavia già manifestato l'intenzione di accelerare l'attuazione dei piani di investimento e di costruzione per sorreggere la domanda interna.

Il processo di riforma avviato a novembre del 2013 ha preservato il suo slancio e il 17 marzo la banda di oscillazione giornaliera del renminbi è stata raddoppiata, portandola al ± 2 per cento attorno alla parità centrale fissata quotidianamente dalla banca centrale della Repubblica popolare cinese. Quest'ultima ha motivato l'ampliamento della banda con la volontà di accrescere il ruolo del mercato nella determinazione del tasso di cambio del renminbi, che sembra al momento continuare a seguire una tendenza ascendente in termini effettivi reali.

1.4 TASSI DI CAMBIO

Nel mese trascorso l'euro si è lievemente apprezzato sulle valute di gran parte dei principali partner commerciali dell'area. Il 2 aprile 2014 il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica, misurato sulle divise di 20 fra i maggiori partner commerciali dell'area, si collocava su un livello superiore dello 0,4 per cento a quello dei primi di marzo e del 5,3 per cento rispetto a un anno prima (cfr. figura 4 e tavola 3). I movimenti dei cambi in questo periodo sono stati in larga parte connessi all'andamento delle aspettative sull'orientamento monetario futuro, oltre che alla correzione delle attese di mercato circa le prospettive economiche dell'area rispetto alle altre maggiori economie.

In termini bilaterali, fra il 3 marzo e il 2 aprile 2014 l'euro si è apprezzato lievemente nei confronti del dollaro statunitense (dello 0,2 per cento) e si è rafforzato sullo yen giapponese (del 2,5 per cento) e la sterlina britannica (dello 0,6 per cento). Ha invece subito un deprezzamento rispetto alle divise dei paesi esportatori di materie prime. Nel periodo in esame la moneta unica si è indebolita anche nei confronti delle valute di diverse economie emergenti in Asia, ma si è rafforzata sul renminbi cinese (dell'1,2 per cento). Mantenendosi all'interno della sua banda di oscillazione più ampia, il renminbi ha altresì continuato a deprezzarsi nei confronti del dollaro statunitense iniziato a metà febbraio e il 2 aprile quest'ultimo era quotato a 6,21 renminbi (contro 6,06 agli inizi dell'anno).

Per quanto concerne le valute degli altri Stati membri dell'UE, l'euro si è deprezzato sul fiorino ungherese, il leu romeno e lo zloty polacco (rispettivamente dell'1,7, 1,1 e 0,4 per cento). È invece rimasto invariato nei confronti della kuna croata e si è rafforzato rispetto alla corona ceca e a quella danese (guadagnando in entrambi i casi lo 0,4 per cento). Il litas lituano e la corona danese, che partecipano agli AEC II, si sono mantenuti sostanzialmente stabili rispetto all'euro su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali.

Figura 4 Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro

(dati giornalieri; indice 1° trimestre 1999 = 100)



Fonte: BCE.

Nota: il tasso di cambio effettivo nominale è calcolato rispetto alle divise di 20 tra i più importanti partner commerciali dell'area dell'euro.

Tavola 3 Andamenti dei tassi di cambio dell'euro

(dati giornalieri; unità di valuta nazionale per euro; variazioni percentuali)

	peso nel TCE-20	variazione dei tassi di cambio dell'euro al 2 aprile 2014 rispetto a:	
		3 marzo 2014	2 aprile 2013
Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-20)		0,4	5,3
Renminbi cinese	18,7	1,2	7,8
Dollaro statunitense	16,8	0,2	7,4
Sterlina britannica	14,8	0,6	-2,2
Yen giapponese	7,2	2,5	19,4
Franco svizzero	6,4	0,5	0,3
Zloty polacco	6,2	-0,4	-0,2
Corona ceca	5,0	0,4	6,1
Corona svedese	4,7	0,4	7,1
Won sudcoreano	3,9	-1,0	1,6
Fiorino ungherese	3,2	-1,7	1,8
Corona danese	2,6	0,0	0,1
Nuovo Lev romeno	2,0	-1,1	1,1
Kuna croata	0,6	0,0	0,6

Fonte: BCE.

Nota: il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è calcolato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

In febbraio le dinamiche di fondo dell'aggregato monetario ampio e del credito sono rimaste contenute. La crescita sui dodici mesi di M3 si è stabilizzata, sostenuta da ulteriori afflussi mensili verso le componenti più liquide, in particolare i depositi overnight. Dal lato delle contropartite, la crescita dell'aggregato monetario ampio ha continuato a essere determinata da forti incrementi mensili nella posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM, in parte di riflesso ad avanzi di conto corrente e a un marcato interesse degli investitori internazionali nelle attività dell'area dell'euro. La variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è stabilizzata, ma ha continuato a frenare la creazione di moneta. La dinamica negativa è in linea con l'attuale fase del ciclo economico, il contesto di debolezza della domanda e i vincoli di offerta, che si stanno riducendo solo con gradualità.

L'AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

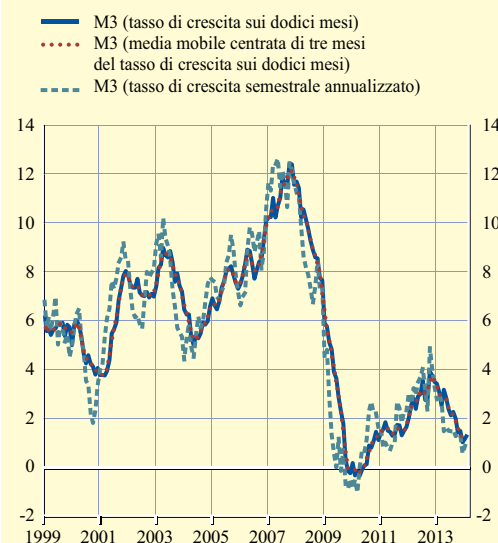
Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 si è ulteriormente stabilizzato, collocandosi in febbraio all'1,3 per cento dall'1,2 di gennaio (cfr. figura 5). Sui dodici mesi, la dinamica di M3 ha continuato a rispecchiare riallocazioni di portafoglio a favore di M1, mentre i deflussi degli altri depositi a breve termine e degli strumenti negoziabili sono dovuti alla ricerca di migliori rendimenti da parte degli investitori e alla minore avversione al rischio. Su base mensile, l'andamento di M3 in febbraio è riconducibile a significativi afflussi mensili di depositi overnight. Allo stesso tempo, nel mese si sono registrate anche ingenti vendite, da parte delle IFM, di titoli di istituzioni non appartenenti a tale settore. Ciò indica il perdurare dell'azione di ridimensionamento della leva finanziaria da parte delle IFM e una potenziale realizzazione di utili, in un contesto di mercato interesse degli investitori internazionali nelle attività dell'area dell'euro.

Dal lato delle componenti, l'aggregato monetario ristretto M1 ha continuato a fornire il principale contributo positivo all'espansione sui dodici mesi di M3. Il contributo negativo degli altri depositi a breve termine (M2 meno M1) alla crescita di M3 si è accentuato ulteriormente, mentre l'apporto degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) è rimasto fortemente negativo. Oltre alle sostituzioni all'interno di M3, i deflussi netti dagli strumenti di M3 con una remunerazione maggiore di quella in M1 continuano a segnalare la ricerca di migliori rendimenti da parte del settore detentore di moneta. Tale ricerca si è sostanziata nel trasferimento di fondi dagli strumenti compresi in M3 verso attività meno liquide, più rischiose, al di fuori di tale aggregato.

Dal lato delle contropartite, la creazione di moneta ha continuato a essere favorita da un ulteriore cospicuo incremento delle attività nette sull'estero delle IFM in febbraio, imputabile sia ad avanzi di conto corrente sia a un marcato interesse degli investitori internazionali nei titoli

Figura 5 Crescita di M3

(variazioni percentuali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

dell'area dell'euro. La contrazione osservata nelle passività a più lungo termine, in particolare i deflussi dai titoli delle IFM, rispecchia ancora le minori necessità di finanziamento di questo settore nel contesto della riduzione della leva finanziaria e la transizione al finanziamento tramite depositi promosso dall'attuale assetto regolamentare.

In febbraio il volume delle principali attività delle IFM dell'area dell'euro si è ulteriormente contratto, registrando un calo di 182 miliardi di euro nei tre mesi fino a febbraio e segnalando quindi il ritorno a un ritmo di ridimensionamento della leva finanziaria lievemente più sostenuto rispetto a gennaio. La flessione sul mese precedente, imputabile nei periodi recenti ai paesi sottoposti a tensioni, ha rispecchiato diminuzioni in tutte le principali categorie di attività, anche se il principale contributo è stato fornito dalle cessioni di titoli di istituzioni diverse dalle IFM. Le IFM dell'area dell'euro hanno ridotto ancora una volta il loro ricorso alla liquidità offerta dall'Eurosistema nelle operazioni di rifinanziamento principali. Gli importi in essere nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono diminuiti di 28 miliardi di euro in febbraio.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Per quanto concerne le componenti di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è aumentato in febbraio al 6,2 per cento, dal 6,1 di gennaio (cfr. tavola 4). Come già in gennaio, i dati di febbraio hanno registrato un ulteriore afflusso mensile, determinato principalmente dall'andamento dei depositi overnight, il cui tasso di incremento è rimasto invariato al 6,2 per cento a fronte delle vendite nette di titoli delle istituzioni diverse dalle IFM in tale mese. In un'ottica generale, il pronunciato tasso di crescita sui dodici mesi di M1, coerente con le positive prospettive di espansione economica, conferma la forte preferenza per la liquidità manifestata dal settore detentore di moneta negli ultimi trimestri e il ritorno di fiducia nelle attività dell'area dell'euro tra gli investitori internazionali.

Tavola 4 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

(valori medi per le frequenze trimestrali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 gen.	2014 feb.
M1	55,4	6,7	8,0	6,9	6,4	6,1	6,2
Banconote e monete in circolazione	9,3	1,7	2,7	2,6	4,1	5,8	6,2
Depositi overnight	46,1	7,8	9,2	7,8	6,9	6,2	6,2
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	38,1	1,2	0,2	0,3	-1,2	-2,6	-2,7
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	16,8	-3,8	-5,8	-5,0	-6,3	-7,3	-7,0
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	21,3	6,0	5,8	5,0	3,3	1,5	1,0
M2	93,5	4,3	4,5	4,0	3,1	2,4	2,4
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	6,5	-8,5	-14,9	-17,2	-17,1	-12,9	-11,5
M3	100,0	3,2	2,8	2,2	1,5	1,2	1,3
Credito a residenti nell'area dell'euro		0,0	-0,2	-0,5	-1,2	-1,8	-1,8
Credito alle amministrazioni pubbliche		4,3	3,3	2,0	0,1	0,2	0,0
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,8	-2,6	-6,0	-6,7	-5,0	-2,4
Credito al settore privato		-1,0	-1,0	-1,2	-1,6	-2,3	-2,3
Prestiti al settore privato		-0,8	-1,1	-1,9	-2,2	-2,3	-2,2
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione ²⁾		-0,4	-0,6	-1,4	-1,8	-2,0	-2,0
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		-5,1	-4,6	-4,2	-3,6	-3,4	-3,4

Fonte: BCE.

1) Alla fine dell'ultimo mese disponibile. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

2) Corretti per la cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM in virtù della loro cessione o cartolarizzazione.

Per contro, l'accresciuto interesse del settore detentore di moneta per i maggiori rendimenti ottenibili da attività più rischiose ha segnato gli andamenti osservati per gli altri strumenti compresi in M3, con il contributo in febbraio delle cospicue vendite da parte delle IFM dell'area dell'euro di titoli di istituzioni appartenenti ad altri settori. Di conseguenza, il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi dai depositi overnight (M2 meno M1) si è collocato in febbraio al -2,7 per cento, a fronte del -2,6 di gennaio. La minore contrazione dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), -7,0 per cento in febbraio dal -7,3 del mese precedente è stata più che compensata dal rallentamento dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi), 1,0 per cento dall'1,5 di gennaio.

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) è rimasto fortemente negativo, portandosi in febbraio al -11,5 per cento contro il -12,9 di gennaio. L'andamento continua a riflettere i tassi di variazione estremamente negativi per le consistenze di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, i pronti contro termine, nonché i titoli di debito a breve termine delle IFM, specie con scadenza originaria fino a due anni.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3, che includono i contratti pronti contro termine e rappresentano la componente di M3 più ampia per cui sia disponibile una tempestiva scomposizione per settore, si è situato in febbraio all'1,9 per cento, contro l'1,8 di gennaio. A fronte dell'accelerazione dei depositi delle società non finanziarie (6,0 per cento in febbraio, da 5,8 in gennaio) si è registrato un rallentamento dei tassi di crescita dei depositi detenuti da famiglie, intermediari finanziari non monetari e società di assicurazione e fondi pensione.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro è rimasto invariato rispetto a gennaio, collocandosi in febbraio al -1,8 per cento (cfr. tavola 4). L'andamento è dovuto alla stabilizzazione del credito al settore delle amministrazioni pubbliche e a un tasso di variazione stabile per il credito al settore privato, che in febbraio si è situato al -2,3 per cento.

La stabilizzazione del credito alle amministrazioni pubbliche in febbraio va ricondotta principalmente alle vendite nette mensili di titoli di Stato da parte delle IFM dell'area dell'euro. Il tasso di incremento dei titoli di debito pubblico detenuti dalle IFM è così sceso in misura significativa nel mese in esame, sospinto da forti cessioni di tali titoli da parte delle IFM. A fronte di un allentamento delle condizioni nei mercati del debito sovrano, tale dinamica è in linea con il rinnovato interesse degli investitori internazionali per le attività dell'area dell'euro.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti al settore privato erogati dalle IFM (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si è collocato al -2,0 per cento in febbraio, livello invariato rispetto ai due mesi precedenti. In febbraio il flusso mensile è stato positivo per la prima volta dal febbraio 2012, per effetto dell'incremento netto dei prestiti alle famiglie e agli intermediari finanziari non bancari. Per contro, i prestiti alle società non finanziarie hanno registrato in febbraio ulteriori rimborsi netti, che hanno interessato soprattutto i prestiti con scadenza fino a un anno o superiore a cinque anni.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è diminuito al -3,1 per cento in febbraio dal -2,8 di gennaio (cfr. tavola 5). Il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è lievemente aumentato allo 0,4 per cento in febbraio, registrando un flusso mensile relativamente consistente di 7 miliardi di euro.

Tavola 5 Prestiti delle IFM al settore privato

(valori medi per le frequenze trimestrali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 gen.	2014 feb.
Società non finanziarie	41,2	-2,5	-3,1	-3,7	-3,6	-2,9	-3,0
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni²⁾</i>	-	-1,4	-2,0	-2,8	-2,9	-2,8	-3,1
Fino a un anno	24,1	0,6	-1,0	-3,7	-4,1	-4,4	-5,6
Oltre un anno e fino a cinque anni	17,1	-5,9	-6,4	-5,7	-5,3	-5,4	-4,7
Oltre cinque anni	58,8	-2,7	-2,9	-3,1	-2,9	-1,6	-1,3
Famiglie³⁾	49,6	0,5	0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,1
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni²⁾</i>	-	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4
Credito al consumo ⁴⁾	10,9	-3,2	-3,4	-2,7	-3,0	-3,0	-2,7
Mutui per l'acquisto di abitazioni ⁴⁾	73,9	1,4	1,1	0,8	0,9	0,5	0,6
Altri prestiti	15,2	-1,0	-1,0	-1,2	-1,5	-1,7	-1,7
Società di assicurazione e fondi pensione	1,0	6,1	12,4	12,8	10,9	7,6	11,2
Altri intermediari finanziari non monetari	8,2	-0,2	-0,2	-5,7	-9,0	-11,7	-10,6

Fonte: BCE.

Note: settore delle IFM compreso l'Eurosistema; classificazione per settore basata sul SEC 95. Per ulteriori dettagli, cfr. le relative Note tecniche.

1) Alla fine dell'ultimo mese per cui sono disponibili i dati. I prestiti ai settori sono espressi come percentuale del totale dei prestiti delle IFM al settore privato; le scomposizioni per durata e per destinazione sono espresse in percentuale dei prestiti delle IFM al rispettivo settore. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

2) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dei bilanci delle IFM a seguito di cessioni o cartolarizzazioni.

3) In base alla definizione SEC 95.

4) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non sono del tutto omogenee nei paesi dell'area dell'euro.

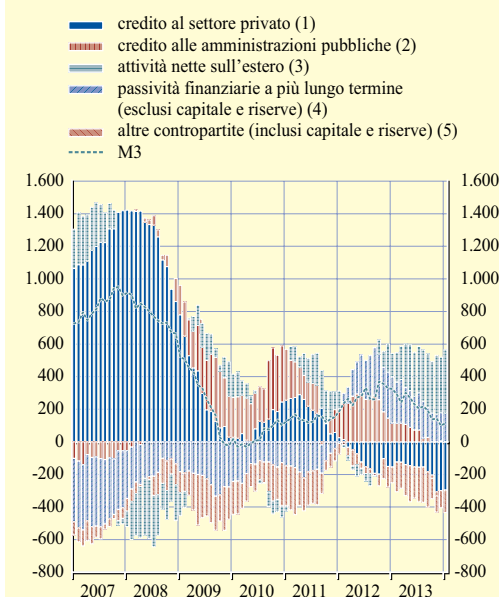
In febbraio il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine (al netto di capitale e riserve) si è collocato al -3,4 per cento, livello sostanzialmente invariato rispetto ai quattro mesi precedenti. Il flusso mensile è stato ancora negativo in febbraio, per effetto principalmente dei deflussi dai titoli di debito delle IFM (emessi con una scadenza superiore a due anni).

La posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro ha mostrato in febbraio un brusco aumento, di 41 miliardi di euro, dopo quello di 19 miliardi di gennaio. Incrementi di questo tipo sono osservabili dal luglio 2012 e costituiscono i principali fattori a sostegno della crescita positiva di M3, che hanno controbilanciato il contributo negativo dei rimborsi netti del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro. Nei dodici mesi fino a febbraio le attività nette sull'estero delle IFM dell'area dell'euro si sono accresciute di 389 miliardi di euro (cfr. figura 6), il flusso più elevato mai registrato nell'area.

Nel complesso, i dati monetari più recenti confermano che la dinamica di fondo dell'espansio-

Figura 6 Contropartite di M3

(flussi sui dodici mesi; in miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Note: M3 è riportata come riferimento ($M3 = 1+2+3-4+5$). Le passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) sono riportate con il segno invertito in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

ne monetaria rimane moderata, mentre il credito segna una contrazione. La crescita dell'aggregato monetario ampio continua a essere sostenuta sia da aumenti delle attività nette sull'estero delle IFM sia da riallocazioni a scapito delle passività finanziarie a più lungo termine. Nel contempo, la debolezza delle dinamiche monetarie riflette altresì la ricerca di rendimento da parte del settore detentore di moneta in un contesto caratterizzato da una bassa remunerazione delle attività monetarie e da un ritorno di fiducia. In febbraio il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM al settore privato è rimasto negativo; la flessione è stata più accentuata per i prestiti alle società non finanziarie.

2.2 EMISSIONI DI TITOLI

In gennaio le emissioni di titoli di debito da parte dei residenti nell'area dell'euro hanno continuato a contrarsi, benché a un ritmo più moderato rispetto allo scorso dicembre. La crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie, sebbene ancora consistente, non ha compensato del tutto il tasso di variazione persistentemente negativo dei titoli di debito emessi dalle IFM. Queste ultime hanno seguito a fornire il principale contributo alle emissioni di azioni quotate dei residenti nell'area dell'euro.

TITOLI DI DEBITO

In gennaio il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è rimasto negativo al -0,5 per cento, a fronte del -1,1 per cento del mese precedente (cfr. tavola 6). A livello settoriale il tasso di crescita dei titoli emessi dalle società non finanziarie è salito al 9,7 per cento. Per contro, il tasso di variazione dei titoli di debito emessi dalle IFM è rimasto negativo, collocandosi al -8,1 per cento. Quanto alle amministrazioni pubbliche, il tasso di espansione delle emissioni ha evidenziato un marginale calo al 3,8 per cento dal 4,0 di dicembre. Infine, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle istituzioni finanziarie non monetarie, pur rimanendo negativo al -0,6 per cento in gennaio, è stato superiore al -1,9 per cento registrato in dicembre. Per maggiori dettagli sull'evoluzione dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie nell'area dell'euro, cfr. riquadro 2.

La scomposizione per scadenze dei titoli di debito emessi rivela che in gennaio l'attività di rifinanziamento si è concentrata nel segmento a lungo termine del mercato, soprattutto sulle emissioni a

Tavola 6 Emissione di titoli da parte di residenti nell'area dell'euro

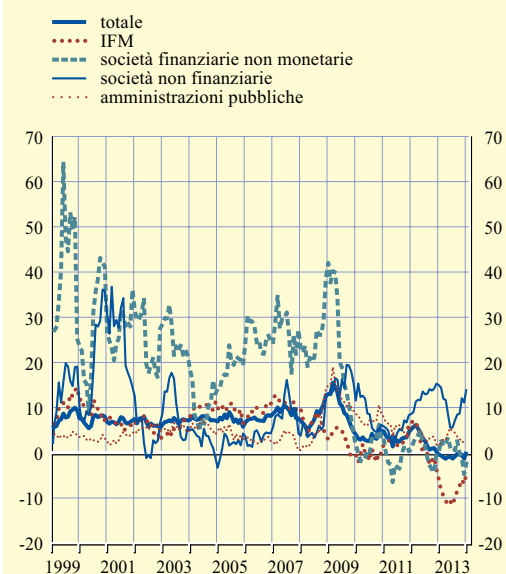
Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2014 gen.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2013 dic.	2014 gen.
Emissione di titoli di debito:	16.483	0,7	-0,1	-0,7	-0,8	-1,1	-0,5
IFM	4.925	-3,6	-6,5	-8,7	-8,9	-8,9	-8,1
Società finanziarie non monetarie	3.213	0,7	-0,4	1,2	0,7	-1,9	-0,6
Società non finanziarie	1.097	13,8	11,9	10,3	9,9	8,4	9,7
Amministrazioni pubbliche	7.248	2,6	3,5	3,3	3,3	4,0	3,8
di cui:							
Amministrazioni centrali	6.578	2,6	4,0	4,1	4,0	4,6	4,4
Altre amministrazioni pubbliche	670	2,4	-0,6	-3,8	-3,1	-1,1	-2,0
Emissione di azioni quotate:	5.485	0,8	0,6	1,1	1,2	1,3	1,3
IFM	598	3,0	2,5	7,8	7,4	7,3	7,8
Società finanziarie non monetarie	456	2,5	2,6	1,6	0,8	0,6	0,7
Società non finanziarie	4.431	0,5	0,2	0,3	0,5	0,7	0,6

Fonte: BCE.

1) Per maggiori dettagli, cfr. le Note tecniche relative alle sezioni 4.3 e 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

Figura 7 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro

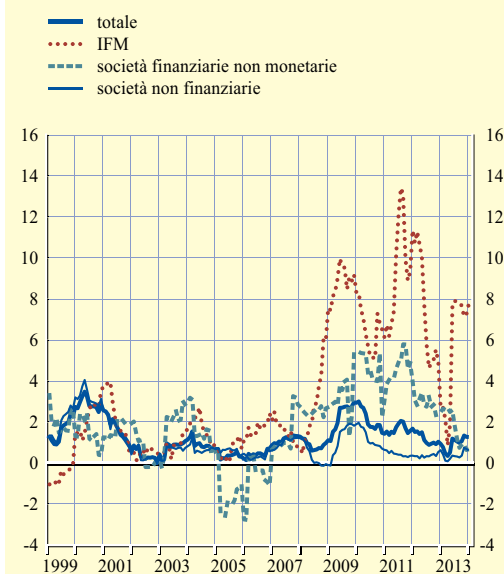
(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 8 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Nota: i tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie.

tasso fisso. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi a lungo termine è rimasto stabile allo 0,3 per cento. L'andamento ha rispecchiato un aumento sui dodici mesi del 2,0 per cento (contro il 2,3 di dicembre) di detti titoli emessi a tasso fisso, che ha più che compensato il calo del 5,2 per cento di quelli emessi a tasso variabile. Con tale flessione, sale a diciotto il numero di mesi consecutivi di crescita negativa dell'emissione di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile. Il tasso di decremento dei titoli di debito emessi a breve termine si è ridotto all'8,8 per cento, dal 14,6 per cento di dicembre.

Dall'analisi degli andamenti di breve periodo emerge che l'incremento dell'attività di emissione di titoli di debito da parte delle società non finanziarie è stato più pronunciato di quanto non indichi il tasso di crescita sui dodici mesi (cfr. figura 7), a indicazione del fatto che per tale settore le condizioni di finanziamento mediante ricorso al mercato hanno continuato a migliorare in misura significativa nei trimestri recenti (cfr. riquadro 2). Il tasso di crescita su sei mesi dei titoli di debito emessi, espresso in ragione d'anno, è aumentato allo 0,2 per cento dal -1,3 di dicembre. Per le società non finanziarie il tasso corrispondente è salito al 14,1 per cento dall'11,1 del mese precedente, mentre per le IFM è passato al -4,5 per cento, dal -6,9 di dicembre. Per quanto concerne le istituzioni finanziarie non monetarie, il tasso corrispondente è aumentato al -2,4 per cento dal -4,8 di dicembre. Per contro, il tasso di espansione delle emissioni da parte delle amministrazioni pubbliche è aumentato lievemente al 2,9 per cento, dal 2,6 di dicembre.

AZIONI QUOTATE

In gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dai residenti nell'area dell'euro è rimasto invariato all'1,3 per cento (cfr. figura 8). Il tasso di incremento delle azioni emesse è sceso lievemente, allo 0,6 per cento, per le società non finanziarie e ha mostrato un mar-

ginale incremento, allo 0,7 per cento, per le istituzioni finanziarie non monetarie. Infine, il tasso di crescita delle azioni emesse dalle IFM è ulteriormente aumentato in gennaio di 0,5 punti percentuali, collocandosi sul livello relativamente elevato del 7,8 per cento, che riflette il risanamento in atto dei bilanci delle IFM.

Riquadro 2

ANDAMENTI RECENTI DELLE EMISSIONI DI TITOLI DI DEBITO DA PARTE DI SOCIETÀ NON FINANZIARIE NELL'AREA DELL'EURO

Le condizioni di finanziamento mediante il ricorso al mercato hanno continuato a migliorare significativamente negli ultimi trimestri per le società non finanziarie (SNF). Questa evoluzione positiva ha trovato riscontro anche in un pronunciato aumento delle emissioni di obbligazioni societarie. Alla luce di ciò, il presente riquadro analizza brevemente gli andamenti recenti dei collocamenti di titoli di debito da parte delle SNF nell'area dell'euro.

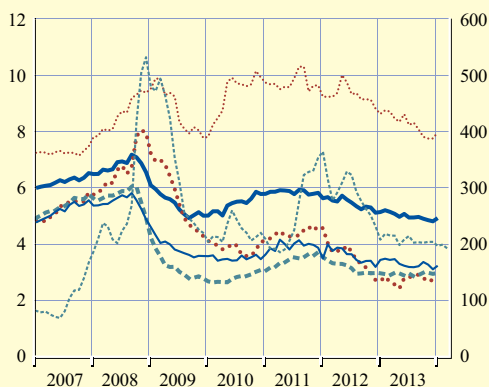
Il costo dell'emissione di debito sul mercato è calato su livelli inferiori ai tassi praticati dalle IFM sui prestiti a favore delle SNF dell'area dell'euro (cfr. figura A)¹. Inoltre, rispetto ai tassi sugli overnight index swap (OIS), che sono (pressoché) privi di rischio, il costo delle emissioni di debito è sceso al livello più basso dall'intensificarsi della crisi nel settembre 2008². Allo stesso tempo, sia le emissioni nette di titoli di debito da parte delle SNF, sia i prestiti erogati alle SNF da entità diverse dalle IFM (ossia altri intermediari finanziari (AIF) e compagnie di assicurazione e fondi pensione (CAFP)) sono cresciuti significativamente nell'area dell'euro dagli inizi del 2012, e hanno più che compensato la contrazione nel credito delle IFM alle SNF osservata negli ultimi trimestri (cfr. figura B).

Per quanto riguarda le fonti di finanziamento esterno, tenendo conto del credito concesso da entità diverse dalle IFM, nel quarto trimestre del 2013 il flusso netto annuo di finanziamenti esterni verso le SNF ha sfiorato 100 miliardi di euro, mentre al netto del credito concesso da que-

Figura A Costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF nell'area dell'euro e differenziale fra il costo dell'emissione di debito sul mercato da parte delle SNF e il tasso OIS

(valori percentuali; punti base)

- costo complessivo del finanziamento
- costo dell'emissione di debito sul mercato
- - - tassi attivi delle IFM a breve termine
- tassi attivi delle IFM a lungo termine
- costo del capitale di rischio
- - - differenziale fra il costo dell'emissione di debito sul mercato da parte delle SNF e il tasso OIS (scala di destra)



Fonti: BCE, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni BCE.

Note: il costo complessivo del finanziamento delle SNF è calcolato come media del costo dei prestiti bancari, di quello del debito emesso sul mercato e del costo del capitale di rischio, ponderata in base ai rispettivi importi ricavati dai conti dell'area dell'euro. L'ultima osservazione risale al 7 marzo 2014 nel caso del differenziale e a gennaio del 2014 per gli altri dati.

1) Il costo del debito emesso sul mercato è calcolato in base a un indice Merrill Lynch del rendimento medio delle obbligazioni societarie denominate in euro con rating elevato (investment grade) e a un analogo indice dei titoli ad alto rendimento denominato in monete europee. I due indici sono successivamente ponderati in base agli importi in essere.
2) La duration del debito di mercato delle SNF dell'area dell'euro è pari a circa quattro anni e mezzo. Per calcolare il differenziale fra il costo del debito emesso sul mercato per le SNF e il tasso OIS nella figura A si è utilizzata la media del tasso OIS per le scadenze di quattro e cinque anni.

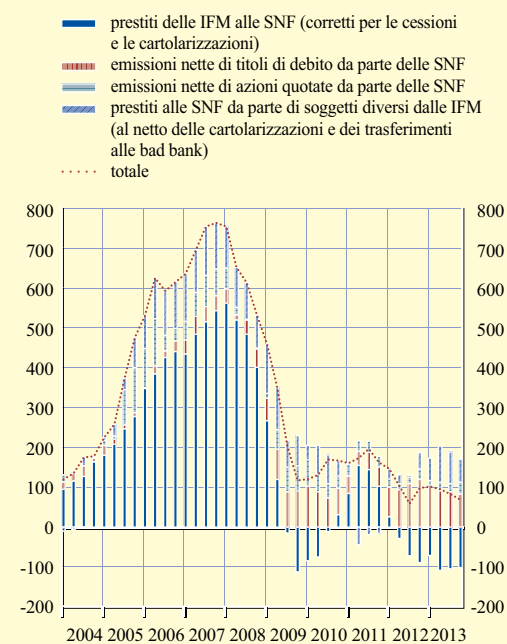
ste entità esso risultava leggermente negativo. Di recente i finanziamenti offerti da entità diverse dalle IFM hanno rispecchiato principalmente un aumento dei prestiti erogati da conduit delle SNF stesse a favore delle rispettive case madri, finanziati a loro volta mediante l'emissione di titoli di debito da parte di queste filiazioni. Da un certo punto di vista, si tratta pertanto di un finanziamento indiretto di mercato a favore delle SNF³. Il fatto che questo maggiore ricorso al mercato avvenga in un momento in cui il costo di tale forma di finanziamento è eccezionalmente basso potrebbe indicare che le SNF in grado di accedere al mercato lo stiano facendo in ragione delle condizioni convenienti, e non di potenziali vincoli nell'accesso al credito bancario.

In termini assoluti, negli ultimi trimestri l'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF ha continuato a concentrarsi in pochi paesi, segnatamente Francia, Italia e Germania (cfr. figura C), dove questi collocamenti hanno dato prova di un dinamismo di gran lunga maggiore che i prestiti bancari. Per contro, le emissioni di debito delle SNF sono risultate modeste in Spagna, dove non sono bastate a compensare i marcati rimborsi netti di prestiti bancari. In tutti i paesi l'accesso ai mercati dei titoli di debito è, in larga misura, limitato alle imprese di grandi dimensioni. Al tempo stesso, le piccole e medie imprese (PMI) potrebbero beneficiare indirettamente delle emissioni di titoli di debito delle imprese maggiori: tali emissioni alleggerirebbero infatti i bilanci delle banche, aumentando le loro capacità di prestito a potenziale vantaggio delle PMI. Oltre al credito bancario, anche gli utili non distribuiti, i prestiti intragruppo e il credito al commercio costituiscono importanti fonti di finanziamento delle SNF dell'area dell'euro⁴.

Sebbene le emissioni nette di titoli di debito continuino a essere vigorose, il flusso complessivo di finanziamento esterno verso le SNF nell'area dell'euro resta debole (cfr. figura B). In aggiunta, la quota di finanziamento mediante titoli di debito (diretto o indiretto, tramite conduit) sullo stock totale di finanziamento esterno delle SNF dell'area dell'euro è ancora bassa, pur essendo aumentata rispetto agli inizi del 2000. Le consistenze di titoli di debito emessi direttamente dalle SNF risultavano di fatto di poco inferiori al 4 per cento delle passività totali

Figura B Finanziamento esterno delle SNF nell'area dell'euro

(flussi su quattro trimestri in miliardi di euro)



Fonti: Eurostat, BCE e stime della BCE.

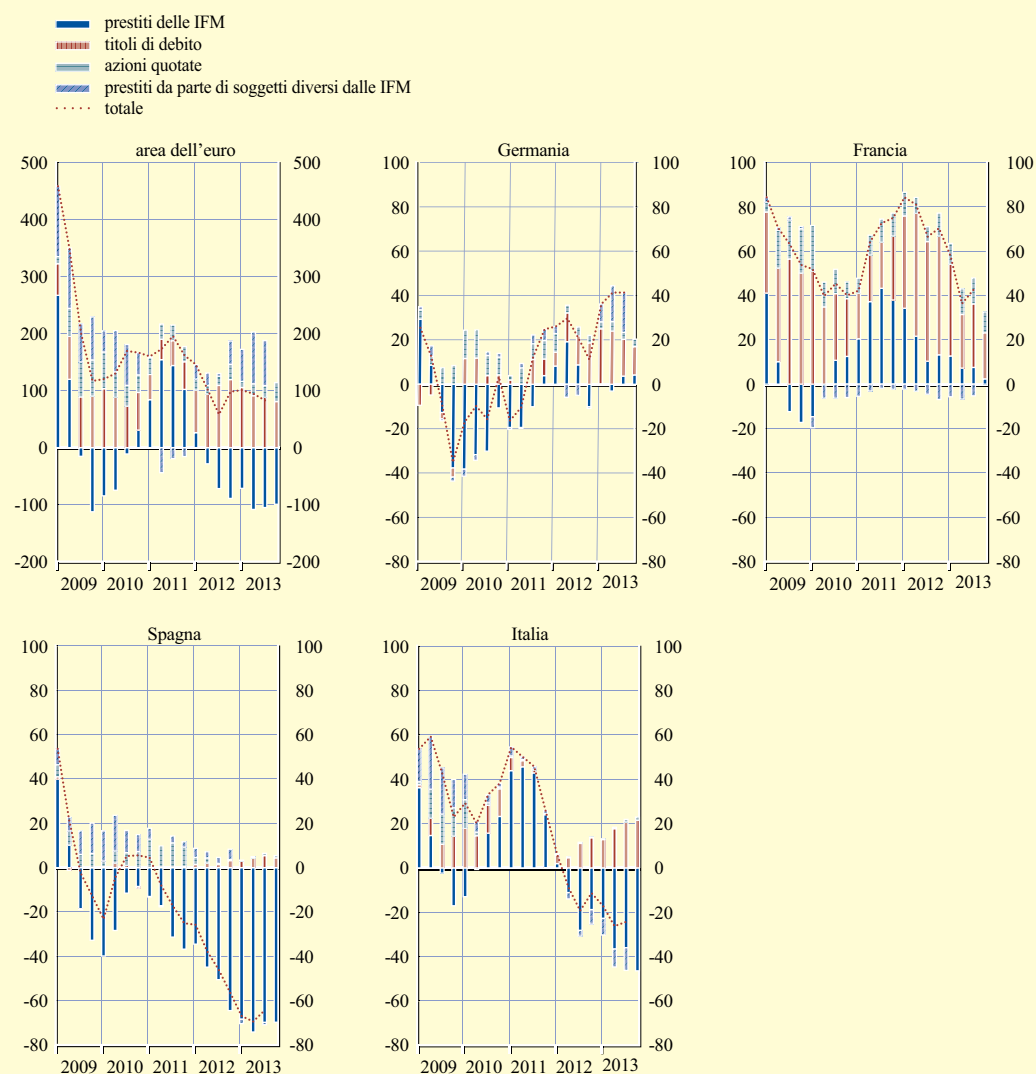
Note: i prestiti di soggetti diversi dalle IFM comprendono i prestiti delle AIF e dei CAFD a favore delle SNF. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2013. Le stime per il quarto trimestre del 2013 sono ricavate dai dati Balance Sheet Items (BSI) e Securities Issues Statistics (SIS) della BCE.

3) I conduit (o società veicolo) sono creati al solo scopo di emettere titoli per conto della casa madre. Poiché di norma vengono creati in paesi diversi da quello di residenza della casa madre, al fine di trarre vantaggio di un trattamento fiscale più vantaggioso, i conduit sono trattati come unità istituzionali separate, e le loro emissioni di titoli di debito non vengono direttamente attribuite alla casa madre.

4) Per maggiori dettagli sugli effetti di sostituzione nel finanziamento delle SNF dell'area dell'euro durante la crisi, cfr. l'articolo *Andamenti nella riduzione della leva finanziaria nel settore societario dell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2014 di questo Bollettino.

Figura C Finanziamento esterno delle SNF nell'area dell'euro e nei quattro maggiori paesi dell'area

(flussi su quattro trimestri in miliardi di euro)



Fonti: Eurostat, BCE e stime della BCE.

Note: i prestiti delle IFM a favore delle SNF sono stati corretti per tenere conto dell'impatto delle cessioni e delle cartolarizzazioni di prestiti. I prestiti di soggetti diversi dalle IFM comprendono i prestiti delle AIF e dei CAFI a favore delle SNF ed escludono le cartolarizzazioni di prestiti e i trasferimenti alle bad bank. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2013. Le stime per il quarto trimestre del 2013 sono ricavate dai dati BSI e SIS.

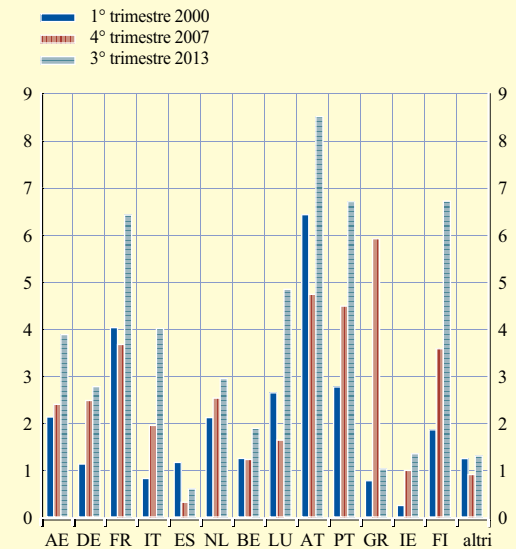
di queste società nel terzo trimestre del 2013 (cfr. figura D), mentre nel primo trimestre del 2000 si collocavano lievemente al di sopra del 2 per cento. In Austria, Finlandia, Portogallo e Francia la quota di titoli di debito emessi direttamente dalle SNF sul totale delle loro passività era significativamente superiore a quella media dell'area dell'euro, collocandosi fra il 6,5 e l'8,5 per cento nel terzo trimestre del 2013. Anche in Lussemburgo e Italia questa stessa quota, cresciuta negli ultimi sei anni, si è portata leggermente o marginalmente al di sopra di quella media dell'area. Per contro, in Spagna, Grecia, Irlanda, Belgio, Germania e Paesi Bassi essa

risultava inferiore alla media dell'area nel terzo trimestre del 2013. In Spagna e Grecia essa si situava su livelli più bassi rispetto a quelli osservati in questi paesi agli inizi del 2000 e alla fine del 2007, rispettivamente.

In sintesi, il flusso complessivo di finanziamento esterno alle SNF resta modesto nell'area dell'euro, e ciò nonostante che i fondi ottenuti dall'emissione netta di titoli di debito abbiano più che compensato la contrazione osservata negli ultimi trimestri per quanto riguarda i prestiti da parte delle IFM. L'aumento delle emissioni di titoli di debito è consistente con il rendimento molto basso delle obbligazioni societarie. Al tempo stesso, la quota di fondi ottenuti mediante ricorso al mercato resta bassa rispetto al totale delle consistenze di finanziamenti esterni delle SNF dell'area dell'euro, pur essendo aumentata dagli inizi del 2000. Inoltre, la predominanza dei flussi di collocamenti di debito è riconducibile a emittenti dei paesi meno interessati dalle tensioni finanziarie e a grandi imprese con rating elevato.

Figura D Quota di titoli di debito emessi dalle SNF sul totale delle loro passività nei diversi paesi dell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: il gruppo "altri" comprende Estonia, Cipro, Malta, Slovenia e Slovacchia. La prima osservazione per questo gruppo si riferisce al primo trimestre del 2004 e per il Lussemburgo al primo trimestre del 2005.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In marzo e agli inizi di aprile del 2014 i tassi di interesse del mercato monetario a breve termine hanno registrato aumenti marginali mostrando una ridotta volatilità, probabilmente di riflesso alle oscillazioni della liquidità in eccesso, a effetti di fine trimestre e agli andamenti nel mercato monetario statunitense. Anche i tassi del mercato monetario a più lungo termine sono leggermente cresciuti.

Nel periodo dal 7 marzo al 2 aprile 2014 i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia hanno registrato aumenti marginali, complessivamente di 2 e 3 punti base per le scadenze a uno e a tre mesi, e di 4 e 5 punti base per le scadenze più lunghe, a sei e dodici mesi. Il 2 aprile i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,24, 0,32, 0,42 e 0,60 per cento. Di conseguenza, il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore della pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario, risultava anch'esso leggermente aumentato, alla stessa data, di 3 punti base, a 36 punti (cfr. figura 9).

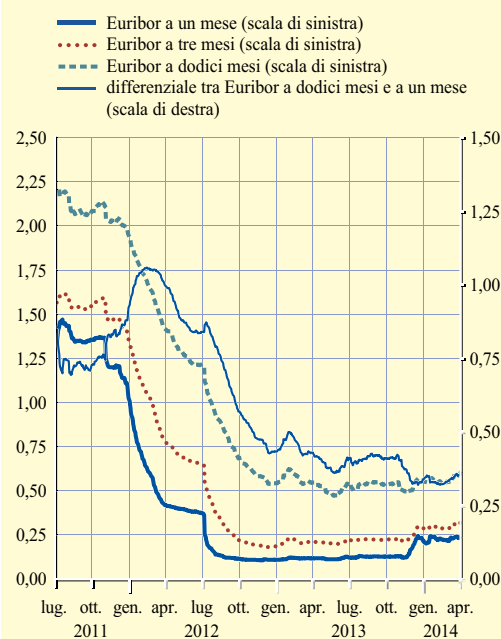
I tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti future sull'Euribor a tre mesi con scadenza a giugno, settembre e dicembre 2014 e a marzo 2015 sono diminuiti leggermente rispetto ai livelli del 7 marzo, collocandosi il 2 aprile a 0,30, 0,29, 0,31 e 0,34 per cento, rispettivamente. L'incertezza dei mercati, misurata dalla volatilità implicita delle opzioni a breve termine riferite ai contratti futures sull'Euribor a tre mesi, ha registrato un lieve calo nello stesso periodo. Il 2 aprile il tasso swap sull'Eonia a tre mesi si collocava allo 0,173 per cento, in rialzo di 4 punti base rispetto al 7 marzo. Pertanto, il differenziale fra l'Euribor a tre mesi e il tasso swap sull'Eonia a tre mesi è rimasto sostanzialmente stabile in questo periodo, collocandosi a 15 punti base il 2 aprile.

Tra il 7 e il 30 marzo l'Eonia ha continuato a manifestare una moderata volatilità, registrando valori intorno al 0,17 per cento, rispecchiando un ammontare di liquidità in eccesso complessivamente più contenuto e una riduzione del grado di frammentazione del mercato. Tale situazione ha continuato a osservarsi sino all'ultimo giorno del mese, quando l'Eonia ha registrato un balzo, sfiorando lo 0,7 per cento, principalmente per effetto dell'accresciuta domanda di riserve precauzionali di liquidità, oltre che per una certa riduzione dei volumi di contrattazione, che nel complesso hanno innescato spinte al rialzo alla fine del trimestre. L'aumento ha avuto tuttavia una durata assai breve, e agli inizi di aprile l'Eonia si collocava ad appena 4 punti base al di sopra della media registrata fra il 7 e il 30 marzo (cfr. figura 10).

Tra il 7 marzo e il 2 aprile 2014 l'Eurosistema ha condotto diverse operazioni di rifinanziamento. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del terzo periodo di mantenimento del 2014, effettuate l'11, il 18, il 25 marzo e il 1° aprile 2014, l'Eurosistema ha allocato rispettivamente 92,6, 96,9, 121,3 e 110,6 miliardi di

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti percentuali; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

euro. L'Eurosistema ha inoltre condotto in marzo due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), entrambe mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi: un'operazione con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento l'11 marzo (con aggiudicazione di 7,5 miliardi di euro) e una ORLT a tre mesi il 26 marzo (con aggiudicazione di 11,6 miliardi di euro).

L'Eurosistema ha effettuato inoltre quattro operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana l'11, il 18 e il 25 marzo e il 1° aprile 2014, mediante aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta dello 0,25 per cento. Attraverso queste operazioni la BCE ha assorbito un ammontare equivalente al valore in essere degli acquisti effettuati nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari (pari in totale a 175,5 miliardi di euro al 1° aprile 2014).

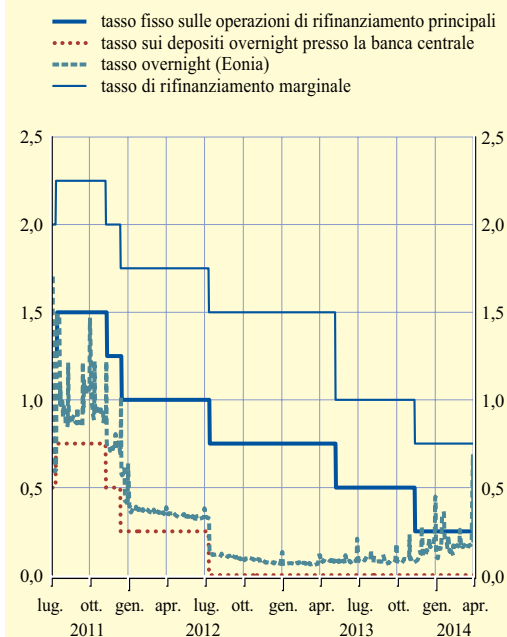
Inoltre, alcune controparti hanno optato per il rimborso anticipato, con frequenza settimanale, dei fondi presi in prestito nelle ORLT a tre anni aggiudicate il 21 dicembre 2011 e il 29 febbraio 2012. Tra il 30 gennaio 2013 e il 2 aprile 2014 erano stati rimborsati complessivamente 504,7 miliardi di euro. Di questi, 283,85 miliardi di euro riguardavano l'ORLT del 21 dicembre 2011 e i rimanenti 220,85 miliardi l'ORLT del 29 febbraio 2012. Pertanto, è stato restituito circa il 96 per cento dei 523 miliardi di euro di liquidità netta originariamente immessi con le due ORLT a tre anni.

La liquidità in eccesso è diminuita nel secondo periodo di mantenimento del 2014, collocandosi in media a 127,5 miliardi di euro, a fronte di una media di 154,2 miliardi nel precedente periodo di mantenimento. Il volume più basso delle operazioni di mercato aperto in essere è stato solo in parte compensato dal minore valore assorbito in media da parte dei fattori autonomi. La riduzione netta delle operazioni di mercato aperto in essere è a sua volta derivata principalmente dal minore ricorso alle operazioni di rifinanziamento principali, ma anche dall'assorbimento integrale della liquidità immessa con il Programma per il mercato dei titoli finanziari, in confronto all'assorbimento solo parziale che aveva avuto luogo con le due operazioni del periodo di mantenimento precedente, e dall'ulteriore rimborso anticipato delle ORLT a tre mesi. Il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale è diminuito a 29,5 miliardi di euro nel secondo periodo di mantenimento dell'anno (da 42,1 miliardi del periodo di mantenimento precedente). L'ammontare medio degli importi detenuti nei conti correnti, in eccesso rispetto all'obbligo di riserva, è diminuito da 112,4 a 98,3 miliardi di euro. Il ricorso medio alle operazioni di rifinanziamento marginale è rimasto invariato a 0,3 miliardi di euro.

L'eccesso di liquidità è leggermente sceso, portandosi in media a circa 124,3 miliardi di euro nelle prime tre settimane del terzo periodo di mantenimento del 2014, soprattutto a causa degli ulteriori rimborsi anticipati delle ORLT a tre anni verso la fine di marzo.

Figura 10 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Riquadro 3

IL QUADRO DI RIFERIMENTO DELL'Eurosistema PER LA VALUTAZIONE DELLA QUALITÀ CREDITIZIA PER LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

Il quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia (ECAF) rappresenta un elemento importante ai fini dell'attenuazione dei rischi finanziari per l'Eurosistema stesso. Quest'ultimo conduce le sue regolari operazioni di politica monetaria, finalizzate all'immissione di liquidità, sotto forma di operazioni temporanee (operazioni pronti contro termine e prestiti garantiti), che devono essere assistite da adeguate garanzie¹⁾. L'ECAF è l'elemento fondamentale per assicurare che venga soddisfatto il requisito stabilito dall'Eurosistema secondo cui per poter essere stanziabili in garanzia nelle sue operazioni di politica monetaria le attività devono presentare elevati standard di credito²⁾.

L'ECAF definisce le procedure, le regole e le tecniche atte a garantire che l'Eurosistema accetti in garanzia soltanto attività con elevati standard creditizi. I principali elementi dell'ECAF sono:

- a) la raccolta di informazioni sulla qualità creditizia da una pluralità di fonti;
- b) la definizione di una valutazione armonizzata della qualità creditizia minima;
- c) l'esercizio della dovuta diligenza relativamente ai diversi sistemi di valutazione del merito di credito utilizzati nell'ECAF.

Questo riquadro illustra il contributo dell'ECAF ai fini dell'attenuazione dei rischi nell'ambito del sistema di garanzie dell'Eurosistema, nonché le modalità di esercizio della dovuta diligenza da parte dell'Eurosistema nell'ambito dell'ECAF. Il riquadro termina con una panoramica delle decisioni prese di recente dal Consiglio direttivo della BCE allo scopo di rafforzare la dovuta diligenza nell'ECAF.

L'ECAF e l'attenuazione dei rischi

Poiché l'Eurosistema accetta in garanzia una gamma assai ampia di attività negoziabili e non negoziabili³⁾, occorre che faccia affidamento su varie fonti di informazioni per la valutazione dei crediti. L'Eurosistema considera pertanto le informazioni provenienti da quattro tipi di sistemi di valutazione creditizia⁴⁾:

- 1) Cfr. l'articolo 18.1 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea.
- 2) L'Eurosistema dispone di vari livelli di protezione contro i rischi finanziari derivanti dalle sue operazioni di politica monetaria. In primo luogo, le banche che partecipano a tali operazioni devono essere finanziariamente solide. In secondo luogo, il requisito statutario di stanziamento di garanzie adeguate attenua i rischi finanziari per l'Eurosistema in caso di insolvenza di una controparte; esso è attuato utilizzando tre pilastri principali: i criteri di idoneità stabiliti conformemente con l'ECAF, l'appropriata valutazione delle garanzie e l'applicazione di misure di controllo dei rischi, come gli scarti di valutazione. Per maggiori informazioni sull'attenuazione dei rischi finanziari da parte dell'Eurosistema, cfr.: a) la corrispondente sezione del sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/mopo/assets/risk/html/index.en.html>); b) l'articolo *I metodi di attenuazione dei rischi nelle operazioni di credito dell'Eurosistema* nel numero di maggio 2004 di questo Bollettino; c) l'articolo *Il sistema delle garanzie dell'Eurosistema durante la crisi* nel numero di luglio 2013 di questo Bollettino; e d) Indirizzo BCE/2011/14 su strumenti e procedure di politica monetaria dell'Eurosistema e relativi emendamenti.
- 3) Nel dicembre del 2011 il Consiglio direttivo della BCE ha introdotto la possibilità per le BCN di accettare in garanzia ulteriori strumenti di credito in bonis, ad esempio prestiti bancari, che soddisfino criteri specifici di ammissibilità. Questa soluzione temporanea è stata adottata per supportare il credito bancario e la liquidità nel mercato monetario dell'area dell'euro. Fra i relativi criteri armonizzati, i requisiti di segnalazione e monitoraggio nell'ambito dell'ECAF sono applicati a tutti i sistemi di valutazione, utilizzati per verificare la qualità dei crediti di questo tipo, accettati a livello nazionale.
- 4) L'Eurosistema può inoltre tenere conto di criteri e caratteristiche istituzionali che garantiscono una protezione analoga per i detentori degli strumenti.

- le agenzie di rating, altrimenti denominate agenzie esterne di valutazione del merito di credito (ECAI);
- i sistemi interni di valutazione del credito (ICAS) delle BCN;
- i sistemi basati sui rating interni (IRB) delle controparti;
- strumenti di rating (RT) forniti da parti terze.

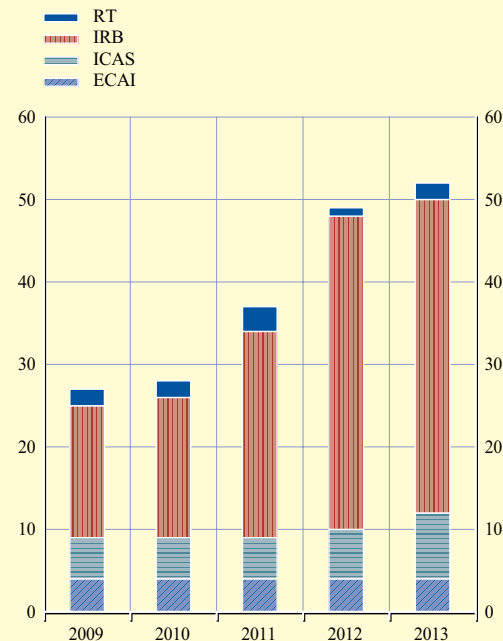
Le ECAI sono utilizzate principalmente per valutare le garanzie negoziabili, mentre le ICAS, i sistemi IRB e gli RT per valutare quelle non negoziabili.

Alla fine del 2011 il Consiglio direttivo ha annunciato che l'Eurosistema si sarebbe adoperato per rafforzare le proprie capacità interne di valutazione del credito e avrebbe incoraggiato al tempo stesso i fornitori di RT e le controparti utilizzatrici di sistemi IRB a ricercare l'approvazione dell'Eurosistema nell'ambito dell'ECAF ⁵⁾. Di conseguenza, due anni dopo il numero di ICAS era aumentato del 60 per cento e quello di controparti che utilizzavano un sistema IRB approvato dall'ECAF di oltre il 50 per cento. Un numero maggiore di NCB sta valutando l'opportunità di dotarsi di ICAS. Ci si attende inoltre che il numero di sistemi IRB approvati dall'ECAF sia destinato ad aumentare.

Un importante contributo dell'ECAF consiste nel consolidamento in modo armonizzato delle informazioni fornite da questo numero significativo di sistemi di valutazione del credito. Esso permette di rendere comparabili i giudizi prodotti dai vari sistemi di valutazione accettati dall'ECAF facendo corrispondere ogni grado dei loro rating a un livello appropriato di qualità creditizia sulla scala di rating armonizzata dell'Eurosistema (per la mappatura dei rating delle ECAI cfr. la tavola).

L'esistenza di informazioni armonizzate sulla qualità creditizia delle attività stanziabili in garanzia contribuisce all'attenuazione dei rischi finanziari dell'Eurosistema in almeno due modi. Anzitutto, il Consiglio direttivo della BCE ha stabilito che il livello 3 della scala armonizzata costituisca quello minimo richiesto per gli elevati standard creditizi nell'ambito dell'ECAF, e quindi per la stanziabilità in garanzia delle attività ⁶⁾. Inoltre, l'Eurosistema applica scarti di valutazione maggiori alle attività di qualità inferiore, allo scopo di rendere equivalenti le varie attività stanziabili in termini di rischio.

Numero di sistemi di valutazione dei crediti nell'ECAF



Fonte: BCE

5) Cfr. il comunicato stampa della BCE "ECB announces measures to support bank lending and money market activity", 8 dicembre 2011.
 6) Il livello 3 di qualità creditizia equivale a una probabilità di insolvenza, su un orizzonte di un anno, compresa fra lo 0,10 e lo 0,40 per cento.

L'ECAF e la dovuta diligenza

L'Eurosistema ha stabilito una serie di requisiti regolamentari, operativi e informativi che i sistemi di valutazione dei crediti devono soddisfare per essere accettati nell'ambito dell'ECAF. Tali requisiti mirano a tutelare l'Eurosistema dai rischi finanziari e a creare condizioni di parità concorrenziale fra i vari sistemi che forniscono informazioni sulla qualità del credito all'Eurosistema, tenendo conto in modo particolare del rispettivo assetto regolamentare. Ad esempio, per essere considerate ai fini dell'ECAF, le ECAI devono essere sottoposte alla vigilanza dell'Autorità europea per gli strumenti finanziari e i mercati (ESMA) e i sistemi IRB essere stati autorizzati all'uso, ai fini dell'adeguatezza patrimoniale, dalla rispettiva autorità di vigilanza bancaria. Il Consiglio direttivo della BCE approva gli ICAS e gli RT ai fini dell'ECAF sulla base di una valutazione, predisposta dalla funzione di gestione dei rischi della BCE, fondata su criteri di idoneità analoghi a quelli applicati dall'ESMA per le ECAI, e dalle autorità di vigilanza bancaria per i sistemi IRB.

Oltre ai criteri di idoneità, esistono altre modalità con cui l'Eurosistema conduce il processo di dovuta diligenza rispetto a tutti i sistemi di valutazione dei crediti riconosciuti in ambito ECAF. Al riguardo, lo strumento fondamentale regolarmente utilizzato è il "monitoraggio annuale dei risultati", formato da:

- a) una componente statistica, volta a verificare che la mappatura dei rating di ciascun sistema di valutazione dei crediti nella scala armonizzata di rating dell'Eurosistema ⁷⁾ permanga valida nel tempo;
- b) una componente qualitativa, che esamina i processi e le metodologie di valutazione dei crediti, e tiene anche conto delle informazioni della vigilanza prudenziale.

L'ECAF mette a disposizione dell'Eurosistema una serie di strumenti per evitare che venga fatto affidamento in modo meccanico sui singoli sistemi esistenti e per affrontare le eventuali problematiche individuate relativamente a uno specifico sistema. Il primo elemento di questa serie di strumenti è costituito da un monitoraggio più intensivo effettuato in cooperazione con il fornitore del sistema di valutazione creditizia, e comprende un'indagine volta a determinare se e in qual modo si stiano affrontando eventuali problemi di funzionamento. Il Consiglio direttivo della BCE può inoltre: a) procedere a una nuova mappatura dei gradi di rating del sistema all'interno della scala di rating armonizzata dell'Eurosistema; b) definire criteri di idoneità specifici per i sistemi di valutazione dei crediti; c) prendere provvedimenti discrezionali; d) in casi gravi, escludere o sospendere temporaneamente un sistema di valutazione dei crediti. Ad esempio, il Consiglio direttivo ha stabilito che le ECAI debbano pubblicare periodicamente rapporti di sorveglianza per i titoli cartolarizzati e ha stabilito la sospensione (a certe condizioni) dell'applicazione di soglie minime di qualità per gli strumenti di debito emessi da determinati paesi dell'area dell'euro.

Decisioni recenti del Consiglio direttivo concernenti l'ECAF

Il Consiglio direttivo della BCE ha esaminato l'esito dell'esercizio di monitoraggio annuale dei risultati per il 2012 e concluso che la performance dei sistemi di valutazione creditizia approvati in ambito ECAF era nel complesso soddisfacente. Sulla base di questa valutazione, il Consiglio

7) La procedura si basa sulle metodologie descritte da Coppens, F., González, F. e Winkler, G., "The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations", *Occasional Paper Series*, n. 65, BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2007.

Scala armonizzata dell'Eurosistema per la mappatura dei rating delle ECAI

Giudizio delle ECAI		Livello di qualità creditizia		
		Livello 1	Livello 2	Livello 3
A breve termine	DBRS Fitch Ratings Moody's Standard & Poor's		R-1H, R-1M F1+, F1 P-1 A-1+, A-1	R-1L, R-2H, R-2M, R2-L F2 P-2 A-2
A lungo termine	DBRS Fitch Ratings Moody's Standard & Poor's	AAA/AAH/AA/AAL AAA/AA+/AA/AA- Aaa/Aa1/Aa2/Aa3 AAA/AA+/AA/AA-	AH/A/AL A+/A/A- A1/A2/A3 A+/A/A-	BBBH/BBB/BBBL BBB+/BBB/BBB- Baa1/Baa2/Baa3 BBB+/BBB/BBB-

direttivo ha deciso, nel 2013, di rivedere la mappatura di qualche classe di rating per alcuni sistemi di valutazione, rispetto alla scala armonizzata di rating dell'Eurosistema. Ove necessario, a queste decisioni è stata data attuazione con gli atti giuridici pertinenti⁸⁾. In particolare, alcuni punteggi di rating a breve termine sono stati mappati nuovamente, principalmente al fine di assicurare la coerenza con la scala di rating a lungo termine della stessa agenzia di rating, e la classe di rating "BBBL" dell'agenzia DBRS è stata fatta corrispondere al livello 3 di qualità creditizia. La tavola presenta l'attuale scala armonizzata di rating per le ECAI.

Al fine di rafforzare ulteriormente la dovuta diligenza in ambito ECAF, il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di:

- potenziare il quadro di riferimento per il monitoraggio dei sistemi IRB;
- approvare una serie dettagliata di principi per la sorveglianza sugli ICAS;
- migliorare l'adempimento del dovere di diligenza per quanto riguarda i giudizi, nonché i processi e le metodologie di valutazione delle ECAI, in particolare nell'ambito della valutazione del debito sovrano e dei prodotti di finanza strutturata.

Questo rafforzamento della dovuta diligenza costituisce un passo per ridurre ulteriormente il grado di affidamento dell'Eurosistema sulle ECAI, conformemente alle varie iniziative intraprese dalle autorità pubbliche internazionali per ridimensionare il ricorso alle ECAI in ambito giuridico, regolamentare e in altri ambiti pubblici⁹⁾.

8) Si tratta degli atti giuridici seguenti: a) Indirizzo BCE/2014/10 che modifica l'Indirizzo BCE/2011/14 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema; e b) Indirizzo BCE/2014/12 che modifica l'Indirizzo BCE/2013/4 relativo a misure temporanee supplementari sulle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e sull'idoneità delle garanzie. Per maggiori informazioni, cfr. il documento intitolato "Decisioni assunte dal Consiglio direttivo della BCE (in aggiunta a quelle che fissano i tassi di interesse) - Marzo 2014", pubblicato sul sito Internet della BCE.

9) Cfr. ad esempio la roadmap del Financial Stability Board del G20 per ridurre il ricorso alle agenzie di rating, nonché le disposizioni del Regolamento (UE) N. 462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito (noto come regolamento "CRA III"), che intende ridurre l'eccessivo affidamento sui giudizi delle agenzie di rating, in particolare il ricorso esclusivo o meccanico a tali giudizi.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In marzo e agli inizi di aprile i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre quelli statunitensi sono saliti. Questa evoluzione riflette l'impatto relativo di dati economici, tensioni geopolitiche e delle nuove modifiche al programma di allentamento quantitativo negli Stati Uniti decise dal Federal Open Market Committee (FOMC). I differenziali

fra i rendimenti dei titoli sovrani a lungo termine dell'area dell'euro e il tasso degli overnight indexed swap sono scesi, in un contesto di lieve calo dell'incertezza dei mercati obbligazionari. Gli indicatori finanziari sulle attese di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro non hanno registrato variazioni significative e sono rimasti pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

Tra la fine di febbraio e il 2 aprile 2014 i rendimenti dei titoli di Stato decennali con rating AAA nell'area dell'euro sono rimasti ampiamente stabili, leggermente al di sotto dell'1,9 per cento (cfr. figura 11). Nello stesso periodo, i rendimenti dei titoli analoghi sono saliti di circa 15 punti base negli Stati Uniti, superando di poco il 2,8 per cento, e di circa 5 punti base in Giappone e nel Regno Unito, allo 0,6 per cento e 2,8 per cento, rispettivamente. Nell'area dell'euro la stabilità del tasso sui titoli decennali con rating AAA è stata accompagnata da un aumento marginale dei rendimenti a due anni, per cui la pendenza della struttura a termine dei tassi nell'area dell'euro è diminuita di circa 5 punti base nel periodo in rassegna.

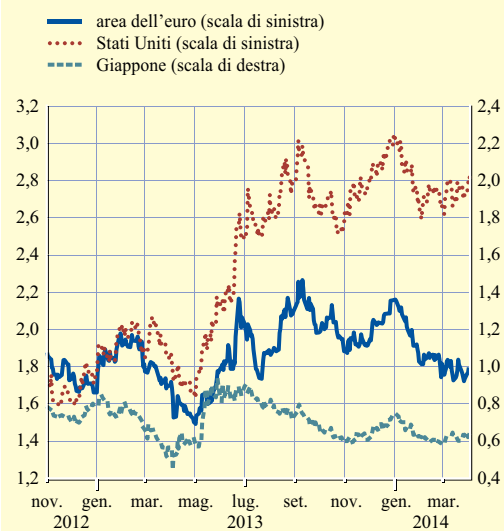
Nella prima settimana di marzo i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA nell'area dell'euro sono aumentati in misura marginale, in linea con gli aumenti, più consistenti, registrati negli Stati Uniti per effetto della pubblicazione di dati positivi sul mercato del lavoro. Dopo aver registrato un'inversione dell'andamento verso il livello che aveva prevalso a fine febbraio, i rendimenti dell'area dell'euro sono tornati a salire in conseguenza dei nuovi provvedimenti di riduzione degli acquisti di attività stabiliti dal FOMC, nonché della pubblicazione degli indici PMI (Purchasing Managers' Index) per gli Stati Uniti e l'area dell'euro. A partire dal 20 marzo circa, i rendimenti dell'area dell'euro hanno di nuovo mostrato una ulteriore tendenza al ribasso, in un contesto di dati economici contrastanti e crescenti timori riguardo ai rischi geopolitici associati agli sviluppi della crisi ucraina. Agli inizi di aprile, tuttavia, si sono osservati alcuni aumenti, verosimilmente per effetto, in parte, della pubblicazione di dati positivi sull'andamento dell'attività manifatturiera statunitense.

L'incertezza degli investitori sugli andamenti di breve periodo nei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita desunta dalle opzioni a breve scadenza sulle quotazioni obbligazionarie, è nel complesso leggermente diminuita nell'area dell'euro e aumentata in misura marginale negli Stati Uniti (cfr. figura 12). La volatilità implicita, tuttavia, si è temporaneamente impennata agli inizi di marzo e, di nuovo, a metà del mese, allorché i timori degli investitori sono stati intensificati dalle tensioni geopolitiche. Agli inizi di aprile la volatilità implicita si collocava approssimativamente al 4,5 per cento nell'area dell'euro e al 4,8 per cento negli Stati Uniti.

In linea con il lieve calo della volatilità implicita delle quotazioni, le tensioni nel mercato obbligazionario dell'area dell'euro sono rimaste modeste, malgrado alcuni incrementi temporanei, che

Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

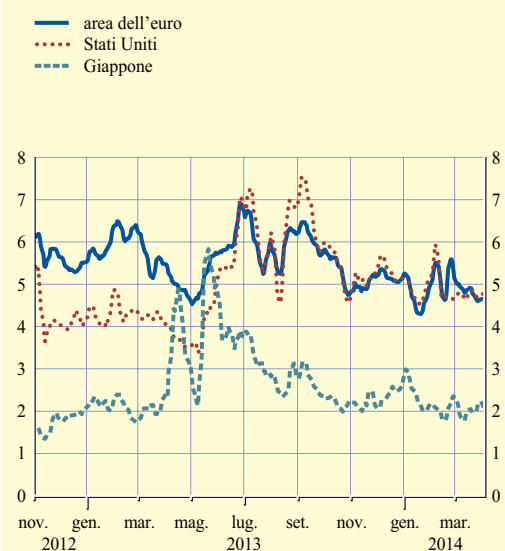
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: EuroMTS, BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.
Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a dieci anni o alla scadenza disponibile più vicina a dieci anni. Per l'area dell'euro sono considerati soltanto i titoli di Stato con rating AAA, che attualmente comprendono titoli di Austria, Finlandia, Francia, Germania e Paesi Bassi.

Figura 12 Volatilità implicita del mercato dei titoli di Stato

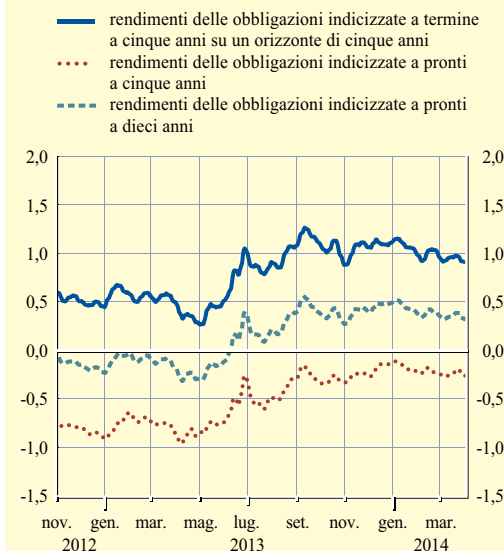
(valori percentuali; medie mobili a 5 giorni su dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.
 Note: la volatilità implicita del mercato dei titoli di Stato è una misura dell'incertezza inerente i prezzi a breve termine (non oltre i tre mesi) dei titoli di Stato a dieci anni in Germania e Stati Uniti. Si basa sul valore di mercato desunto dalla negoziazione delle opzioni ad essi relative. Bloomberg utilizza la volatilità implicita dei prezzi di esercizio at-the-money più prossimi sia per le opzioni put sia per quelle call utilizzando i contratti future con scadenza nel mese più vicino.

Figura 13 Rendimenti zero coupon, ricavati sulla base dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
 Nota: i rendimenti reali delle obbligazioni sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi reali di Francia e Germania.

riflettevano principalmente l'evoluzione dei fattori geopolitici. Nel complesso, i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono diminuiti in gran parte dei paesi dell'area. Dalla fine di febbraio al 2 aprile i differenziali rispetto al tasso a dieci anni sugli overnight indexed swap (OIS) si sono ridotti in misura compresa fra 6 e 90 punti base per gran parte dei paesi.

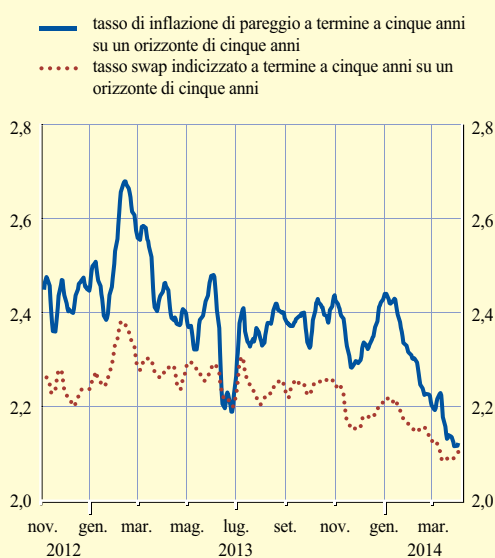
I rendimenti reali delle obbligazioni nell'area dell'euro, misurati dai rendimenti sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione, sono rimasti sostanzialmente stabili nel periodo in rassegna, rispecchiando gli andamenti dei tassi nominali a lungo termine ¹⁾ (cfr. figura 13). Il 2 aprile i rendimenti obbligazionari reali a cinque e a dieci anni si collocavano intorno al -0,2 e 0,4 per cento rispettivamente. Considerata la stabilità di tali rendimenti, anche il tasso di interesse reale a termine a lunga scadenza è rimasto stabile nell'area dell'euro, portandosi vicini all'1,0 per cento alla fine del periodo in esame.

Di riflesso agli andamenti dei rendimenti nominali e reali, gli indicatori delle attese di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro ricavati dai mercati finanziari hanno registrato un lieve calo

1) Il rendimento reale sui titoli di Stato dell'area dell'euro indicizzati all'inflazione è calcolato come il rendimento medio ponderato per il PIL sulle emissioni sovrane indicizzate all'inflazione di Francia e Germania. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro "La stima dei rendimenti reali e dei tassi di inflazione di pareggio dopo la recente intensificazione della crisi del debito sovrano", *Bollettino mensile*, BCE, dicembre 2011.

Figura 14 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti zero coupon e tassi swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

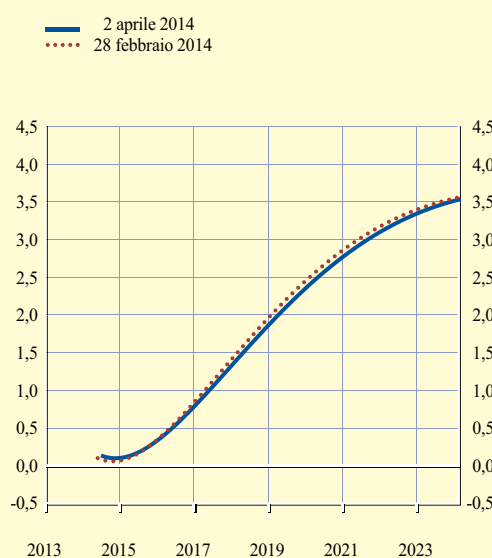
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
 Nota: i tassi di inflazione di pareggio sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi di pareggio stimati separatamente per Francia e Germania.

Figura 15 Tassi di interesse overnight impliciti a termine nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE, su dati EuroMTS e rating di Fitch Ratings.
 Note: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine impliciti è descritto nella sezione *Euro area yield curve* del sito Internet della BCE. I dati utilizzati per le stime sono rendimenti di titoli di Stato con rating AAA.

tra la fine di febbraio e il 2 aprile per la scadenza a dieci anni, con una flessione di 2 punti base del tasso di inflazione di pareggio a dieci anni implicito nelle obbligazioni indicizzate all'inflazione, intorno all'1,6 per cento. Per contro, il corrispondente tasso di inflazione di pareggio a cinque anni è aumentato marginalmente, di 2 punti base, portandosi intorno all'1,0 per cento il 2 aprile. Di conseguenza, il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è diminuito di circa 5 punti base, tra fine febbraio e il 2 aprile, intorno al 2,1 per cento (cfr. figura 14). Nel complesso, tenendo conto dei premi per il rischio di inflazione e di liquidità incorporati nelle obbligazioni indicizzate all'inflazione, nonché della volatilità dei loro rendimenti, gli indicatori desunti dal mercato fanno ritenere che le attese di inflazione rimangano pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi ²⁾.

Tra fine febbraio e il 2 aprile la struttura per scadenze dei tassi overnight impliciti a termine dell'area dell'euro si è spostata leggermente verso il basso per le scadenze superiori ai cinque anni, in media di circa 5 punti base. La diminuzione maggiore ha interessato le scadenze fra sei e sette anni. Per quelle inferiori a un anno e mezzo, i tassi overnight a termine si sono mossi marginalmente al rialzo di circa 4 punti base (cfr. figura 15), di riflesso ad aspettative leggermente più elevate sull'andamento dei tassi overnight nel breve periodo.

2) Per un'analisi più dettagliata dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine, cfr. l'articolo "Valutazione dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine", *Bollettino mensile*, BCE, luglio 2012.

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie di qualità più elevata (investment grade) nell'area dell'euro sono complessivamente saliti in misura compresa fra 2 e 4 punti base sia per gli emittenti non finanziari che per le società finanziarie. Complessivamente, i differenziali di questi titoli, rispetto all'indice delle obbligazioni sovrane con rating AAA dell'UEM elaborato da Merrill Lynch, sono lievemente aumentati, ad eccezione di quelli relativi alle obbligazioni di emittenti finanziari con rating BBB e di emittenti non finanziari con rating AAA, che sono diminuiti. Nell'insieme, i differenziali sulle obbligazioni societarie sono rimasti contenuti rispetto ai valori di picco relativi registrati agli inizi del 2013.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

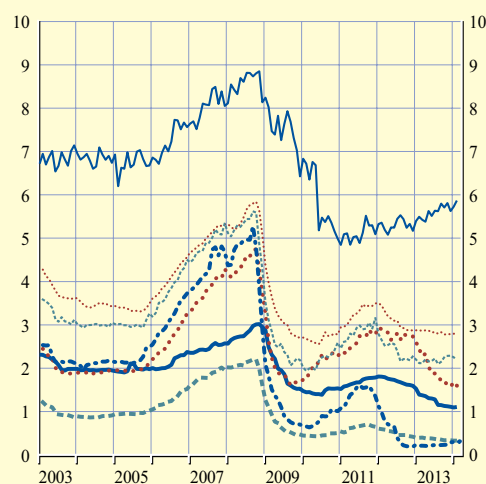
Nel febbraio 2014 i tassi sui prestiti delle IFM alle società non finanziarie sono leggermente calati sia per i finanziamenti a tasso variabile sia per quelli a tasso fisso, e per i prestiti di importo sia elevato sia modesto. Allo stesso tempo, sono rimasti sostanzialmente invariati i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. I tassi di interesse delle IFM sui depositi a termine a lunga scadenza delle famiglie e delle imprese non finanziarie si sono ridotti, mentre quelli sui depositi a breve termine sono rimasti pressoché invariati. I differenziali rispetto ai tassi di mercato si sono ristretti per i diversi tipi di tasso.

Analizzando innanzitutto le scadenze brevi e i periodi brevi di determinazione iniziale del tasso di interesse, nel febbraio 2014 i tassi di interesse delle IFM sui depositi a breve termine sia delle imprese non finanziarie sia delle famiglie sono rimasti sostanzialmente stabili. Anche i tassi attivi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con tasso variabile e periodi di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono rimasti invariati, al 2,8 per cento, mentre quelli sul credito al consumo sono saliti di 14 punti base, al 5,9 per cento. Per quanto riguarda le imprese, i tassi di interesse sui prestiti di modesto ammontare (fino a un milione di euro) e quelli di importo elevato (superiore a un milione di euro) con periodi brevi di determinazione iniziale dei tassi sono leggermente diminuiti, al 3,8 e al 2,2 per cento (cfr. figura 16). Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine sui prestiti di modesta entità alle società non finanziarie e i corrispondenti tassi sui prestiti di importo elevato è salito leggermente in febbraio, a 163 punti base, risultando così assai più elevato della media di circa 120 punti base registrata a partire dal 2007. L'entità del diffe-

Figura 16 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)

- depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi
- ... depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno
- - - depositi overnight di società non finanziarie
- prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- ... prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- - - prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- ... tasso del mercato monetario a tre mesi



Fonte: BCE.

Nota: i dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

renziale fa ritenere che le condizioni finanziarie continuano a essere più restrittive per le piccole e medie imprese che non per le imprese di grandi dimensioni.

Nell'insieme, dal momento che a febbraio l'Eu-ribor a tre mesi è rimasto pressoché invariato, il differenziale fra i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie con periodo breve di determinazione iniziale del tasso di interesse e il tasso del mercato monetario a tre mesi è rimasto stabile a 250 punti base, mentre il differenziale corrispondente sui prestiti di ingente ammontare e periodo breve di determinazione iniziale del tasso a favore delle società non finanziarie si è ristretto di 7 punti base, a 189 punti (cfr. figura 17).

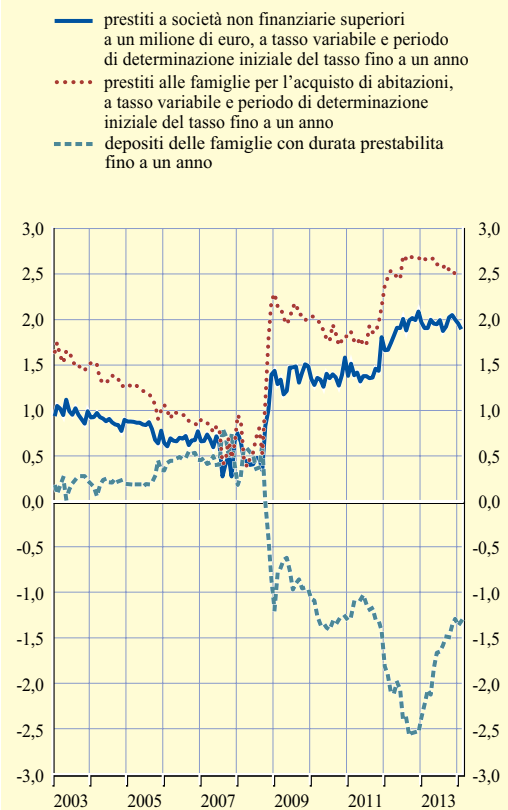
Dall'inizio del 2014 i tassi di interesse delle IFM sui prestiti di modesto ammontare a favore di società finanziarie e con periodo di determinazione del tasso inferiore all'anno sono calati lievemente, mentre i tassi sui corrispondenti prestiti di ammontare elevato sono restati sostanzialmente stabili. Il costo dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni a tasso variabile sono rimasti invariati.

In una prospettiva di più lungo periodo, dall'inizio del 2012 i tassi di interesse a breve termine delle IFM sia sui prestiti di importo elevato alle imprese non finanziarie sia sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti in misura compresa fra i 60 e i 70 punti base. Gli abbassamenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE, insieme agli effetti delle misure non convenzionali di politica monetaria attuate o annunciate dalla BCE, si stanno progressivamente trasmettendo ai tassi attivi delle banche. Il grado di frammentazione dei mercati creditizi dell'area dell'euro si sta riducendo in modo solo graduale, mentre la debolezza delle condizioni economiche potrebbe ancora esercitare pressioni sui tassi attivi delle banche in alcuni paesi dell'area dell'euro.

Passando all'esame delle scadenze più estese e dei più lunghi periodi di determinazione iniziale dei tassi, i tassi di interesse delle IFM sui depositi a lunga scadenza delle famiglie e delle società non finanziarie sono diminuiti in febbraio. Nel caso delle famiglie, si sono collocati all'1,9 per cento, mentre nel caso delle società non finanziarie sono calati di 6 punti base, all'1,8 per cento. I tassi di interesse sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodi lunghi di determinazione del tasso sono rimasti pressoché immutati al 3,1 per cento. I tassi sui prestiti di modesta entità a favore delle società non finanziarie con periodi lunghi di determinazione iniziale del tasso sono rimasti sostanzialmente invariati al 3,3 per cento, mentre quelli sui prestiti di grande ammontare

Figura 17 Differenziali fra i tassi di interesse a breve termine delle IFM e il tasso del mercato monetario a tre mesi

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)



Fonte: BCE.
Nota: per i prestiti, i differenziali sono calcolati sottraendo al tasso sui prestiti il tasso del mercato monetario a tre mesi; per i depositi, sottraendo a quest'ultimo il tasso sui depositi. I dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

tare a favore della stessa categoria di debitori sono diminuiti di 6 punti base, collocandosi al 3,0 per cento (cfr. figura 18). Di conseguenza, il differenziale di tasso fra questi due tipi di prestiti è cresciuto di 31 punti base in febbraio. Poiché il rendimento medio sui titoli di Stato a sette anni dell'area dell'euro con rating AAA è rimasto invariato su livelli bassi (1,25 per cento), il differenziale fra i tassi sui prestiti con periodo lungo di determinazione iniziale del tasso e il rendimento di tali titoli è risultato ampiamente stabile sia nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni sia in quello dei prestiti di modesta entità alle società non finanziarie, ma si è leggermente ristretto (di 7 punti base) nel caso dei prestiti di importo elevato alle imprese non finanziarie.

In retrospettiva, il differenziale fra i tassi sui prestiti a lungo termine e il rendimento sui titoli di Stato a sette anni con rating AAA si era in certa misura ampliato nel corso del 2012. Tale andamento si doveva al calo dei rendimenti sui titoli pubblici di alta qualità nel contesto di fuga verso la sicurezza, calo che aveva sopravanzato quello dei tassi attivi a lungo termine delle IFM. A partire dal 2013 il differenziale fra i tassi sui prestiti con periodo lungo di determinazione iniziale del tasso e il rendimento medio dei titoli di Stato a sette anni con rating AAA, che può considerarsi un parametro di riferimento per le scadenze più lunghe, è oscillato fra 140 e 250 punti base nel caso dei prestiti alle imprese non finanziarie e fra 140 e 210 punti base in quello dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

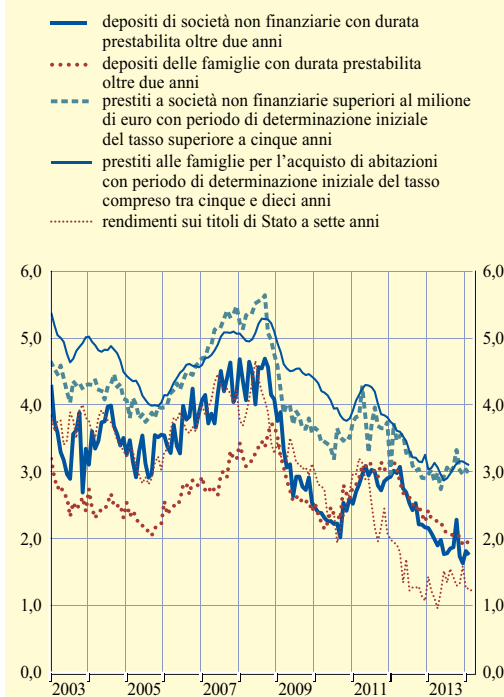
2.6 MERCATI AZIONARI

Tra la fine di febbraio e gli inizi di aprile del 2014 i corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono aumentati. L'andamento degli indici ha riflesso i segnali di un ulteriore consolidamento della ripresa dell'attività economica ai quali, tuttavia, si sono in parte contrapposte le implicazioni dell'accentuarsi delle tensioni geopolitiche. In marzo la decisione del Federal Open Market Committee (FOMC) negli Stati Uniti di ridurre ulteriormente gli acquisti di attività finanziarie potrebbe anch'essa aver inciso sui mercati azionari.

Tra la fine di febbraio e il 2 aprile gli indici azionari sono aumentati in tutte e tre le principali aree economiche. I corsi azionari nell'area dell'euro, misurati dall'indice generale Dow Jones Euro Stoxx, e quelli negli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, sono aumentati rispettivamente dell'1,2 e 1,7 per cento, mentre in Giappone l'indice Nikkei 225 ha segnato un aumento di minore entità, pari a circa lo 0,7 per cento (cfr. figura 19).

Figura 18 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)

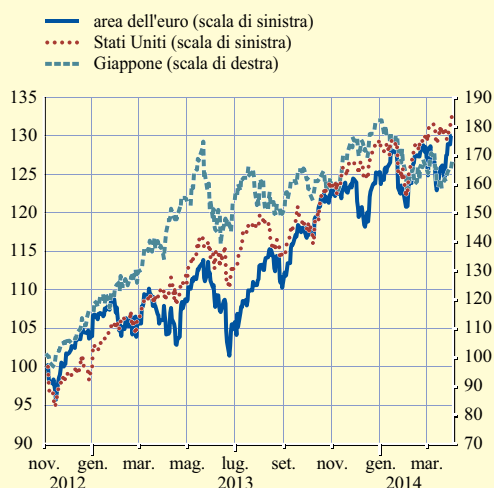


Fonte: BCE.

Nota: i dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

Figura 19 Indici dei corsi azionari

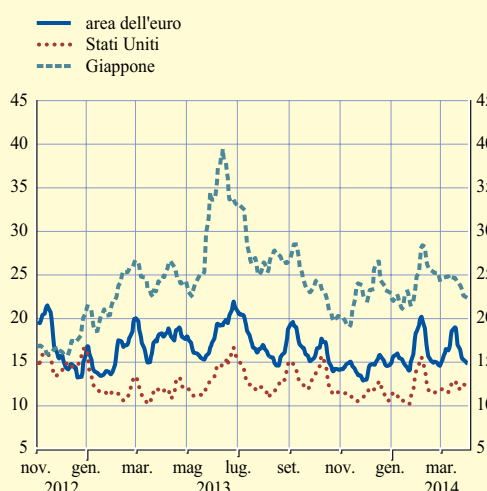
(indice: 1° novembre 2012 = 100; dati giornalieri)



Fonte: Thomson Reuters.
Nota: indice ampio Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

Figura 20 Volatilità implicita dei mercati azionari

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili a cinque giorni, calcolate su dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.
Note: la serie della volatilità implicita riflette la deviazione standard attesa di variazioni percentuali dei prezzi delle azioni per un periodo fino a tre mesi, come implicito nei prezzi delle opzioni su indici azionari. Gli indici azionari a cui si riferiscono le volatilità implicite sono il Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro, lo Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e il Nikkei 225 per il Giappone.

Durante l'intero mese di marzo e agli inizi di aprile i corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti non hanno evidenziato oscillazioni significative, muovendosi in modo limitato, soprattutto riflettendo i relativi effetti della pubblicazione di dati economici e l'evoluzione delle tensioni geopolitiche derivanti dalla crisi ucraina. L'annuncio del FOMC di una riduzione addizionale degli acquisti di attività finanziarie e la revisione delle indicazioni prospettiche fornite potrebbero anch'essi aver inciso sugli andamenti dei corsi azionari.

A livello settoriale l'aumento delle quotazioni ha interessato gran parte dei settori dell'area dell'euro. Si sono osservati ampi guadagni per i titoli dei settori dei servizi di pubblica utilità, del petrolio e dell'energia, nonché delle telecomunicazioni. Tali aumenti sono stati in parte compensati da una flessione del 2,4 per cento nel settore ciclico dei materiali di base, verificatasi nonostante la tendenza complessivamente positiva dei dati economici pubblicati. Negli Stati Uniti gli andamenti settoriali sono stati meno divergenti che nell'area dell'euro, e solo il settore dei servizi al consumo ha registrato una leggera flessione. Per quanto riguarda l'area dell'euro, i corsi azionari nei settori dei servizi di pubblica utilità e del petrolio e del gas naturale hanno segnato rialzi maggiori dell'indice generale.

L'incertezza relativa agli andamenti dei mercati azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurata dalla volatilità implicita, è rimasta relativamente stabile fra la fine di febbraio e il 2 aprile, intorno al 15 e 11 per cento rispettivamente (cfr. figura 20). Dopo essere rimasta stabile nella prima parte di marzo, la volatilità implicita in Giappone è salita in concomitanza con le crescenti tensioni geopolitiche e la decisione del FOMC di ridurre gli acquisti di attività finanziarie. Nella parte restante del periodo in esame la volatilità implicita è tendenzialmente calata, collocandosi in prossimità del 23 per cento agli inizi di aprile.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in marzo l'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro misurata sullo IAPC è scesa allo 0,5 per cento, dallo 0,7 di febbraio. Tale flessione riflette il rallentamento dei prezzi di alimentari, beni e servizi, compensato in parte da un calo più modesto dei prezzi dell'energia. Sulla base degli attuali tassi di cambio e dei prezzi correnti dei contratti future per l'energia, ci si attende che l'inflazione aumenti lievemente in aprile, in parte per effetto della volatilità dei prezzi dei servizi nel periodo delle festività pasquali. Nei mesi successivi l'inflazione annua dovrebbe rimanere bassa, per poi aumentare gradualmente nel 2015 fino a raggiungere livelli prossimi al 2 per cento verso la fine del 2016. Nel contempo, le aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorate, in linea con la stabilità dei prezzi. I rischi sia al rialzo sia al ribasso per le prospettive sull'andamento dei prezzi restano contenuti e sostanzialmente bilanciati nel medio periodo. In tale contesto, le possibili ripercussioni dei rischi geopolitici e degli andamenti del tasso di cambio saranno tenute sotto stretta osservazione.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

Con riferimento ai dati più recenti, secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata allo 0,5 per cento in marzo, a fronte dello 0,7 in febbraio. Questa diminuzione ha riflesso il rallentamento di tutte le componenti, salvo quella dei beni energetici (cfr. tavola 7). La graduale flessione dei tassi di inflazione nell'area dell'euro dall'estate scorsa continua a riflettere principalmente il contributo negativo delle quotazioni dei prodotti energetici, oltre alla significativa riduzione dell'inflazione degli alimentari freschi. Inoltre, le pressioni disinflazionistiche rispecchiano anche l'impatto del precedente apprezzamento del tasso di cambio dell'euro e, più in generale, l'elevato margine di capacità inutilizzata nell'economia (cfr. riquadro 5).

Se si analizzano più in dettaglio le principali componenti dello IAPC, la stima preliminare dell'Eurostat indica che in marzo la dinamica dei prezzi dell'energia è stata leggermente meno negativa

Tavola 7 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

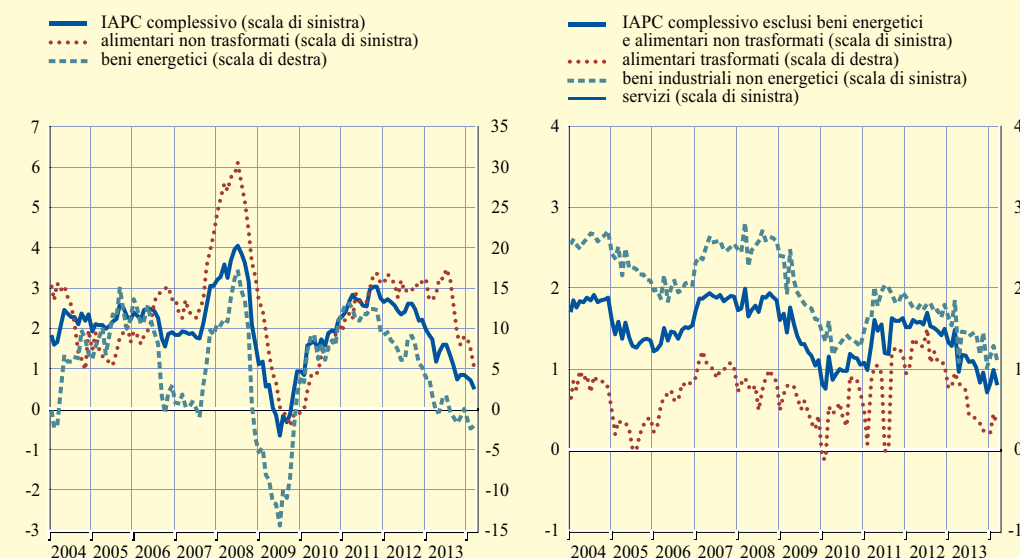
	2012	2013	2013 ott.	2013 nov.	2013 dic.	2014 gen.	2014 feb.	2014 mar.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti¹⁾								
Indice complessivo	2,5	1,4	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7	0,5
Beni energetici	7,6	0,6	-1,7	-1,1	0,0	-1,2	-2,3	-2,1
Beni alimentari	3,1	2,7	1,9	1,6	1,8	1,7	1,5	1,0
Alimentari non trasformati	3,0	3,5	1,4	0,9	1,5	1,3	0,9	.
Alimentari trasformati	3,1	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0	1,8	.
Beni industriali non energetici	1,2	0,6	0,3	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3
Servizi	1,8	1,4	1,2	1,4	1,0	1,2	1,3	1,1
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,8	-0,2	-1,3	-1,2	-0,8	-1,4	-1,7	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	86,6	81,7	80,0	80,0	80,8	78,8	79,4	77,8
Prezzi delle materie prime non energetiche	0,5	-8,2	-12,2	-11,7	-11,4	-9,3	-7,8	-8,2

Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Reuters.

1) Il dato sullo IAPC (escluso alimentari non trasformati e trasformati) di marzo 2014 si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat.

Figura 21 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

rispetto a febbraio a causa di un effetto base (-2,1 per cento in marzo rispetto al -2,3 di febbraio). Dall'agosto 2013 i prezzi dei beni energetici hanno registrato variazioni tendenziali prevalentemente negative.

Per la componente degli alimentari totali, che comprende sia gli alimentari freschi sia quelli trasformati, la stima preliminare dell'Eurostat segnala una ulteriore diminuzione all'1,0 per cento, dall'1,5 di febbraio. Non sono ancora disponibili informazioni ufficiali sulla scomposizione della componente alimentare in marzo, ma è probabile che l'inverno relativamente mite abbia esercitato un forte impatto al ribasso connesso alle condizioni meteorologiche sull'inflazione degli alimentari freschi.

Il tasso di inflazione armonizzata sui dodici mesi, al netto delle componenti volatili dei beni alimentari ed energetici, è sceso allo 0,8 per cento in marzo, dall'1,0 di febbraio. Questa flessione ha riflesso un rallentamento dei prezzi sia dei servizi sia dei beni industriali non energetici. Tra febbraio e marzo l'inflazione di questi beni sarebbe scesa dallo 0,4 allo 0,3 per cento, mentre quella dei servizi sarebbe scesa dall'1,3 all'1,1 per cento. Il rallentamento dei prezzi dei servizi è attribuibile in parte alla diversa cadenza delle festività pasquali rispetto allo scorso anno, che avrebbe determinato una decelerazione dei prezzi dei servizi turistici nel marzo 2014.

Il basso livello dell'inflazione, al netto delle componenti volatili dei beni alimentari ed energetici, agli inizi del 2014 suggerisce che le pressioni inflazionistiche di fondo restano contenute in un contesto caratterizzato da un alto grado di capacità inutilizzata nell'economia dell'area dell'euro.

Alla luce del basso tasso di inflazione nell'area dell'euro, il riquadro 4 esamina i problemi di misurazione legati ai prezzi al consumo, concludendo che il concetto di IAPC e i miglioramenti metodologici adottati dalla sua introduzione, limitano le potenziali distorsioni nelle misurazioni.

POTENZIALI ERRORI DI MISURAZIONE DEGLI INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO

In letteratura sono state identificate alcune possibili fonti di distorsione nella misurazione degli indici dei prezzi al consumo. Potenziali distorsioni al rialzo diventano più importanti in situazioni di bassa inflazione, poiché possono celare il fatto che l'inflazione "effettiva" si collochi in territorio negativo. Il riquadro analizza le principali fonti di distorsione e ne valuta la rilevanza per il calcolo dello IAPC. Dall'analisi risulta che la distorsione è mitigata da una serie di misure tecniche incluse nella metodologia utilizzata per la compilazione dello IAPC.

Distorsione da sostituzione nel comportamento dei consumatori

Una causa ben nota di errori di misurazione degli indici dei prezzi al consumo è il tipico effetto di sostituzione nel comportamento dei consumatori. La formula dell'indice utilizza normalmente pesi e variazioni di prezzo per determinati gruppi di prodotti sulla base delle quote di spesa relative a un precedente anno di riferimento. Tuttavia, le oscillazioni dei prezzi relativi inducono i consumatori a modificare i loro consumi, ad esempio favorendo i prodotti che presentano minori rincari. Ciò rende obsolescenti le ponderazioni utilizzate negli anni precedenti: i prodotti con variazioni dei prezzi più contenute hanno scarsa rilevanza nell'indice, mentre quelli con variazioni dei prezzi più marcate ne hanno troppa. Questo errore di misurazione è stato definito "distorsione da sostituzione" o "distorsione da rappresentatività"¹⁾. Per ridurre tale distorsione, le raccomandazioni internazionali²⁾ suggeriscono di aggiornare regolarmente i pesi impiegati per elaborare gli indici dei prezzi al consumo.

Dal 2012 tutti i paesi dell'UE sono tenuti ad aggiornare annualmente i pesi dello IAPC³⁾. Pertanto, la distorsione dovuta all'obsolescenza delle quote di spesa per i pesi e i gruppi di prodotti, come frutta e verdura, dovrebbe essere contenuta. A livello dei singoli prodotti (ad esempio, le diverse qualità di mele), gli uffici di statistica non dispongono di informazioni sulle quote di spesa, per cui le medie non ponderate delle variazioni di prezzo sono calcolate in base a formule diverse. Nell'elaborazione dello IAPC è stato sospeso l'utilizzo di una formula (la media aritmetica dei prezzi relativi) che in vari casi ha causato errori di misurazione. È probabile tuttavia che le formule impiegate attualmente determinino ancora errori di misurazione a causa della mancanza di ponderazione per i singoli prodotti. Il segno dell'errore potrebbe dipendere dal campione scelto e in particolare dalla posizione nel ciclo economico. Ad esempio, nei periodi di bassa domanda gli effetti di sostituzione attesi potrebbe essere controbilanciati dagli effetti di reddito, allorché i consumatori spostano la spesa su prodotti o canali di vendita che praticano prezzi inferiori, anche se i prezzi relativi stanno aumentando.

- 1) Il termine "distorsione da sostituzione" si applica nei casi in cui un indice dei prezzi venga utilizzato come indice del costo della vita, che misura la variazione di spesa necessaria per mantenere invariato lo standard di vita. Lo IAPC non è un indice del costo della vita, ma piuttosto un indice dell'inflazione che misura la variazione di spesa necessaria per mantenere un determinato profilo di consumo. Lo IAPC deve comunque rappresentare i profili della spesa per consumi, che variano a causa delle sostituzioni compiute dai consumatori o per altri motivi (ad esempio, le variazioni di reddito o preferenze). Nel caso dello IAPC quindi è preferibile parlare di una distorsione da rappresentatività piuttosto che di una distorsione da sostituzione. Cfr., ad esempio, Hill, R.J., *Inflation Measurement for Central Bankers*, in Kent, C. e S. Guttman (a cura di) (2004), *The Future of Inflation Targeting*, Reserve Bank of Australia, e Diewert, E. (2002), *Harmonized indexes of consumer prices: their conceptual foundations*, Working Paper della BCE, n. 130.
- 2) Cfr. *Consumer Price Index Manual: Theory and Practice*, ILO, FMI, OCSE, Eurostat, Nazioni Unite, Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo e Banca mondiale (2004).
- 3) Cfr. il riquadro *Nuovi standard per le ponderazioni dello IAPC*, nel numero di aprile 2012 di questo Bollettino.

Distorsioni da variazioni di qualità e da nuovi prodotti

Gli indici dei prezzi al consumo sono costruiti utilizzando le rilevazioni dei prezzi di beni identici effettuate ogni mese. Quando le vendite di determinati prodotti diventano irrilevanti, gli esperti di statistica devono sostituirli con altri prodotti, che potrebbero essere di qualità diversa. In tali casi si stima il valore della differenza di qualità in modo che, nel tempo, sia possibile misurare la variazione “pura” del prezzo. Secondo alcuni osservatori, gli uffici di statistica tendono a sottostimare i miglioramenti qualitativi e ciò determina una “distorsione da variazione di qualità” verso l’alto nell’inflazione misurata⁴).

Dalla metà degli anni novanta sono state condotte ampie ricerche sia all’interno sia all’esterno dell’UE sulle metodologie adatte per tenere conto delle variazioni di qualità, in particolare un progetto biennale di ricerca cui hanno partecipato sette uffici di statistica europei che ha portato ad alcuni miglioramenti. Tuttavia, mentre sono state formulate raccomandazioni specifiche per le metodologie di correzione della qualità dei prodotti nello IAPC, non esistono regole vincolanti per l’applicazione di una procedura armonizzata nei vari paesi. La metodologia adeguata dipende dalla natura del prodotto e dalle strategie di fissazione dei prezzi adottate in un particolare mercato. Pertanto, il segno e l’entità dell’eventuale distorsione da variazione di qualità nell’indice possono differire fra i prodotti e i paesi. Ne consegue che per valutare una distorsione nello IAPC dell’area dell’euro si dovrebbero considerare le procedure dettagliate applicate in ogni gruppo specifico di prodotti in ciascun paese. Finora, ricerche empiriche di questo tenore non sono state condotte.

Un secondo problema è legato all’emergere di nuovi prodotti. Alcuni di essi seguono un ciclo tipico, in base al quale sono lanciati sul mercato a prezzi elevati, che si riducono progressivamente con il miglioramento delle efficienze produttive e l’incremento delle vendite, per poi stabilizzarsi ed eventualmente aumentare quando i prodotti sono maturi. Quando si introducono nuovi prodotti con un certo ritardo, gli uffici di statistica tendono ad attribuire un peso minore alle loro variazioni di prezzo (al ribasso) e di conseguenza un peso maggiore alle variazioni di prezzo (al rialzo) dei prodotti maturi. Per attenuare questa distorsione da nuovi prodotti, i regolamenti relativi allo IAPC richiedono che i paesi inseriscano i nuovi prodotti con una quota di spesa superiore allo 0,1 per cento della spesa monetaria complessiva per consumi delle famiglie entro 12 mesi dal raggiungimento di tale soglia. Pur essendo piuttosto elevata per un singolo prodotto, questa soglia potrebbe ridurre l’impatto della distorsione da nuovi prodotti.

Distorsione da nuovi canali di vendita

Un’altra potenziale fonte di errori di misurazione potrebbe essere la tendenza a sostituire le tradizionali strutture di vendita che praticano prezzi elevati con grandi catene di negozi, discount e rivenditori su internet più economici. Quando i nuovi canali di vendita sono inseriti nei campioni dello IAPC, la differenza tra i prezzi viene trascurata, nell’ipotesi che essa rifletta la valutazione implicita dei consumatori sulla qualità del servizio al dettaglio e non abbia alcun impatto al ribasso sull’indice. Tuttavia, la rapida crescita della quota di mercato di queste strutture di vendita che praticano prezzi inferiori suggerisce che i consumatori non ritengono che la riduzione dei prezzi sia totalmente controbilanciata dalla qualità inferiore del servizio al dettaglio, ossia ritengono che

4) Nell’autorevole Boskin Report sull’indice dei prezzi al consumo negli Stati Uniti (*Toward A More Accurate Measure Of The Cost of Living*, Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission to Study the Consumer Price Index, 1996), l’impatto congiunto di variazioni qualitative e distorsioni da nuovi prodotti è stato stimato a 0,6 punti percentuali. Questa è stata la distorsione più marcata tra le quattro individuate.

i nuovi tipi di negozi offrano un rapporto qualità-prezzo migliore rispetto ai canali di vendita tradizionali. È altamente probabile quindi che l'elaborazione dei nuovi canali di vendita nel calcolo dello IAPC sia fonte di distorsioni verso l'alto. Tuttavia, è estremamente difficile condurre una valutazione oggettiva delle differenze di qualità tra le differenti strutture di vendita⁵⁾.

Conclusioni

In base alle evidenze disponibili non è possibile stimare gli errori di misurazione nello IAPC dell'area dell'euro. Sia la teoria, sia le evidenze suggeriscono che tali errori potrebbero variare nel tempo e dipendere in qualche misura dal ciclo congiunturale. Alla luce delle precedenti ricerche empiriche, sono state introdotte diverse misure tecniche (come l'aggiornamento annuale delle ponderazioni di spesa) per ridurre le potenziali fonti di errori durante l'elaborazione dello IAPC.

5) Cfr. il riquadro 2 in "Structural features of distributive trades and their impact on prices in the euro area", *Structural Issues Report della BCE*, settembre 2011.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

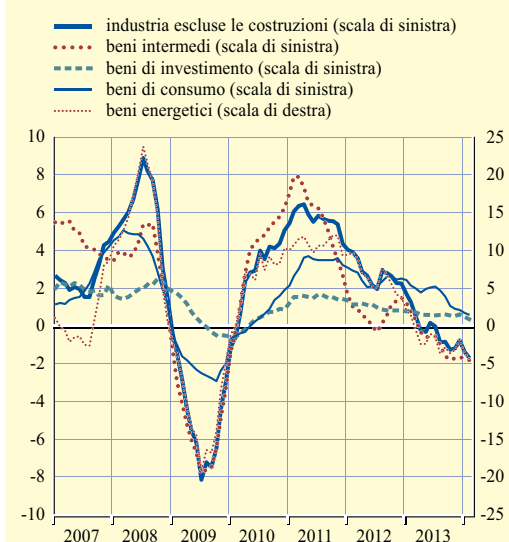
La dinamica dell'inflazione alla produzione nell'industria al netto delle costruzioni ha continuato a oscillare in territorio negativo e in febbraio si è collocata al -1,7 per cento, dal -1,4 per cento di gennaio (cfr. tavola 7 e figura 22). Anche al netto dei beni energetici si è collocata al -0,5 per cento, dopo il -0,4 di gennaio.

Le spinte inflazionistiche sui beni industriali non energetici del paniere IAPC sono aumentate lievemente agli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi, rimanendo comunque su livelli contenuti. In gennaio la dinamica dell'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari è aumentata marginalmente, allo 0,4 per cento, per il terzo mese consecutivo. L'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) dei prezzi degli input per gli esercizi non alimentari è rimasto sostanzialmente stabile in marzo (valutato sulla media mobile dei tre mesi più recenti), in linea con la media storica. I dati più recenti relativi ai prezzi alla produzione dei beni intermedi, alle quotazioni del greggio e ai prezzi delle materie prime industriali, confermano il contenimento delle spinte inflazionistiche ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi.

Le spinte inflazionistiche sui beni alimentari del paniere IAPC hanno continuato ad attenuarsi sia ai primi sia agli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi. La dinamica annuale dell'inflazione alla produzione dei beni alimentari è scesa dallo 0,6 allo 0,4 per cento tra

Figura 22 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



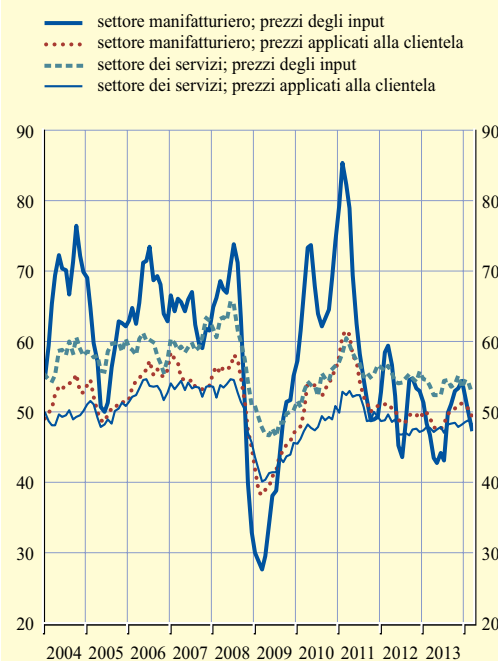
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

gennaio e febbraio. In marzo l'indice PMI dei prezzi degli input per i dettaglianti di prodotti alimentari è diminuito, mentre quello dei margini per gli alimentari al dettaglio è aumentato per il secondo mese consecutivo, pur rimanendo al di sotto del valore osservato a dicembre. Ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, i dati più recenti indicano il protrarsi della dinamica negativa dei prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari e delle quotazioni mondiali di tali materie in euro.

In un'ottica settoriale, le ultime evidenze basate sulle indagini confermano il contenimento delle spinte inflazionistiche sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. In marzo i dati dell'indagine PMI mostrano un modesto calo degli indici dei prezzi degli input e dei prezzi di vendita in entrambi i settori (Figura 23). Tutti i sottoindici sono rimasti prossimi al valore soglia di 50 e al di sotto delle rispettive medie di lungo periodo. Secondo l'indagine della Commissione europea, in marzo le aspettative per i prezzi di vendita nell'industria (al netto delle costruzioni) e nei servizi sono diminuite marginalmente e attualmente oscillano su livelli inferiori alle medie di lungo periodo calcolate dal 1999.

Figura 23 Indagini sui prezzi alla produzione degli input e degli output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: Markit.
Nota: un valore dell'indice superiore a 50 indica un incremento dei prezzi, mentre un valore inferiore a tale soglia ne indica un decremento.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Gli ultimi dati sul costo del lavoro confermano le moderate pressioni sui prezzi interni, in linea con la debolezza del mercato del lavoro nell'area dell'euro (cfr. tavola 8 e figura 24). Nel quarto trimestre del 2013 la crescita salariale sul periodo corrispondente ha segnato un rallentamento in termini di

Tavola 8 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2012	2013	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,2	1,8	2,2	1,9	1,7	1,7	1,7
Redditi per occupato	1,9	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,5
Redditi per ore lavorate	2,6	1,9	2,3	3,1	1,6	1,8	1,3
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,0	0,4	-0,2	0,0	0,5	0,6	0,9
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,9	1,2	1,8	1,8	1,2	1,2	0,6

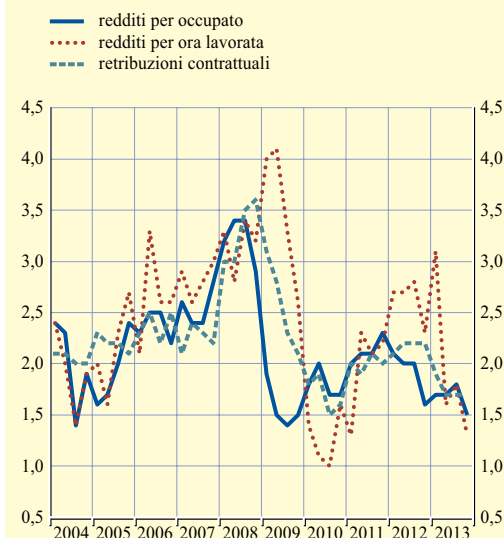
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

redditi per occupato e di ore lavorate. La dinamica salariale a livello dell'area dell'euro cela ancora differenze sostanziali tra i singoli paesi.

Nel quarto trimestre del 2013 i redditi per occupato sono aumentati dell'1,5 per cento sul periodo corrispondente, a fronte dell'1,8 nel terzo trimestre. Il rallentamento ha interessato tutti i settori salvo quello dei servizi non di mercato (cfr. figura 25). In quest'ultimo settore l'accelerazione dei redditi per occupato riflette essenzialmente l'effetto base connesso alla riduzione una tantum delle retribuzioni nel settore pubblico, effettuata un anno prima in alcuni paesi. Al di là di tale effetto, la crescita dei redditi per occupato si è mantenuta relativamente stabile negli ultimi trimestri, quindi sostanzialmente in linea con quella delle retribuzioni contrattuali, rimasta invariata all'1,7 per cento nel terzo e quarto trimestre del 2013 e, secondo i dati preliminari, anche nel primo trimestre del 2014. La crescita dei salari misurata dai redditi per ore lavorate è diminuita dall'1,8 all'1,3 per cento tra il terzo e il quarto trimestre.

Figura 24 Indicatori del costo del lavoro

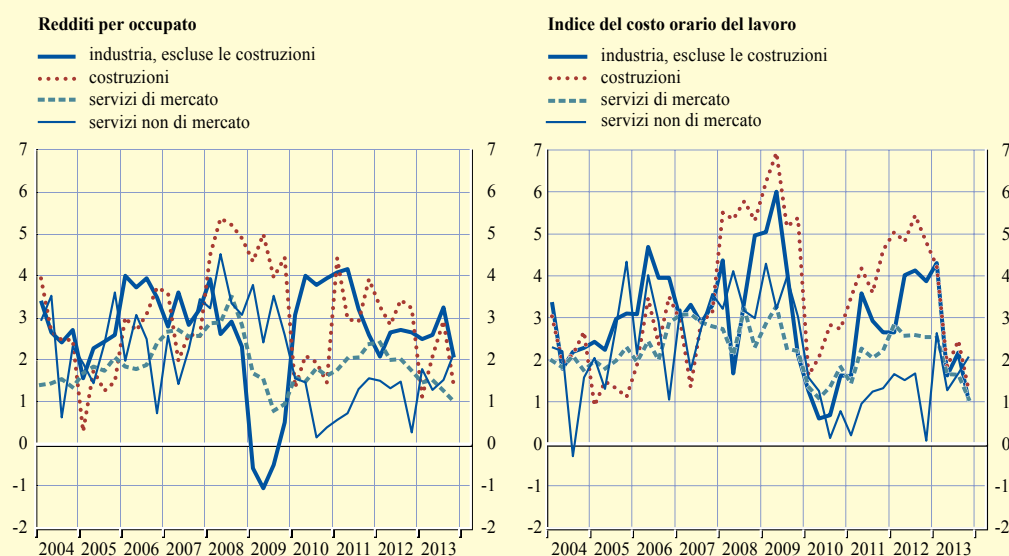
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

Figura 25 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati si riferiscono agli Euro 18. I "servizi non di mercato" si riferiscono alle attività fornite dalle amministrazioni pubbliche e da istituzioni private no profit nel campo dei servizi pubblici, dell'istruzione e della salute (indicativamente i settori da 0 a 9 della classificazione statistica delle attività economiche della Comunità europea, nota come "NACE Rev.2"). I "servizi di mercato" sono definiti per differenza rispetto al totale dei servizi (settori da G a U della classificazione NACE Rev. 2).

Nel 2013 la variazione sui dodici mesi del costo del lavoro per unità di prodotto è diminuita gradualmente, riflettendo un aumento della produttività e il perdurare di una moderata crescita salariale. Nel quarto trimestre del 2013 il tasso di variazione tendenziale della produttività del lavoro si è collocato allo 0,9 per cento, a fronte dello 0,6 nel trimestre precedente. L'accelerazione della produttività, insieme al rallentamento dei redditi per occupato, hanno fatto scendere la dinamica del costo unitario del lavoro allo 0,6 per cento nel quarto trimestre del 2013. In prospettiva, nel 2014 il tasso di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe rimanere su livelli contenuti, di riflesso all'incremento congiunturale della crescita della produttività, tenuto conto della reazione ritardata dell'occupazione a fronte della ripresa economica e del tasso di espansione pressoché invariato dei redditi per occupato.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Sulla base degli attuali tassi di cambio e dei prezzi correnti dei contratti *future* per l'energia, ci si attende che l'inflazione aumenti lievemente in aprile, in parte per effetto della volatilità dei prezzi dei servizi nel periodo delle festività pasquali. Nei mesi successivi l'inflazione annua dovrebbe rimanere bassa, per poi aumentare gradualmente nel 2015 fino a raggiungere livelli prossimi al 2 per cento verso la fine del 2016. Nel contempo, le aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorate, in linea con la stabilità dei prezzi. I rischi sia al rialzo sia al ribasso per le prospettive sull'andamento dei prezzi restano contenuti e sostanzialmente bilanciati nel medio periodo. In tale contesto, le possibili ripercussioni dei rischi geopolitici e degli andamenti del tasso di cambio saranno tenute sotto stretta osservazione.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Nell'ultimo trimestre del 2013 il PIL in termini reali nell'area dell'euro è cresciuto dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,1 e dello 0,3 per cento rispettivamente nei due trimestri precedenti. I dati delle indagini relative al primo trimestre di quest'anno sono coerenti con il protrarsi di una moderata espansione, a conferma delle precedenti attese di una ripresa in corso sempre più favorita da una domanda interna più robusta. In prospettiva, la domanda interna dovrebbe ulteriormente consolidarsi, sorretta dall'orientamento accomodante di politica monetaria, dalla progressiva trasmissione all'economia reale del miglioramento in atto nelle condizioni di finanziamento, nonché dai progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali. Inoltre, i redditi reali beneficiano della moderata dinamica dei prezzi e, in particolare, della diminuzione dei prezzi dell'energia. Ci si attende altresì che l'attività economica sia favorita da un graduale rafforzamento della domanda di esportazioni dell'area dell'euro. Al contempo, sebbene i mercati del lavoro abbiano mostrato i primi segni di miglioramento, la disoccupazione nell'area rimane elevata e, nel complesso, la capacità produttiva inutilizzata è consistente. Inoltre, i necessari aggiustamenti nei bilanci dei settori pubblico e privato continueranno a gravare sul ritmo della ripresa economica. I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro rimangono orientati al ribasso.

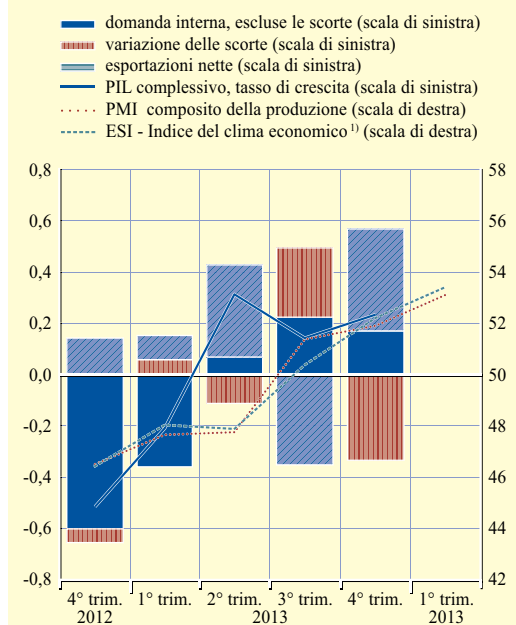
4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Nell'ultimo trimestre del 2013 il PIL in termini reali è ulteriormente aumentato dello 0,2 per cento, in rialzo per il terzo trimestre consecutivo (cfr. figura 26). Il dato è stato rivisto al ribasso di 0,1 punti percentuali rispetto alle precedenti stime. La domanda interna ha continuato a fornire un contributo positivo alla crescita nel quarto trimestre, costituendo quindi la principale determinante alla base della ripresa in atto. Dopo il temporaneo contributo negativo del terzo trimestre, anche l'interscambio netto ha offerto un apporto positivo a fronte di un rafforzamento della crescita delle esportazioni cui si è affiancato un rallentamento delle importazioni. La variazione delle scorte ha contribuito negativamente alla crescita, compensando interamente lo slancio positivo fornito nel periodo precedente. Nell'ultimo trimestre del 2013, il prodotto si è collocato ancora su un livello inferiore di quasi il 3 per cento rispetto al suo massimo raggiunto nel primo trimestre del 2008 e meno dell'1 per cento rispetto al suo massimo post-recessione nel terzo trimestre del 2011.

Per quanto concerne il primo trimestre di quest'anno, i dati desunti dalle indagini sono coerenti con il protrarsi di una moderata crescita. Pur avendo subito una lieve flessione in

Figura 26 Crescita del PIL in termini reali e contributi, PMI composito relativo alla produzione e indice del clima economico della Commissione UE

(tasso di crescita sul trimestre precedente, contributi trimestrali in punti percentuali, indici; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, Markit, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed elaborazioni della BCE. Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

1) L'ESI (Economic Sentiment Indicator) è normalizzato con la media e la deviazione standard del PMI relativo al periodo indicato nella figura.

marzo, l'indice composito della produzione dei responsabili degli acquisti (PMI) è aumentato tra il quarto trimestre del 2013 e il primo di quest'anno (cfr. riquadro 7 nella sezione 4.2). Allo stesso tempo, l'indicatore del clima economico Economic Sentiment Indicator (ESI), pubblicato dalla Commissione europea, ha evidenziato un incremento relativamente marcato in marzo, portando la media del primo trimestre su valori superiori a quella del quarto dell'anno scorso nonché a quella di lungo periodo. L'espansione rimarrebbe moderata nel corso del 2014 per poi aumentare lievemente in seguito. Data la lentezza della ripresa, non inconsueta dopo una crisi finanziaria, l'output gap (i.e. la differenza percentuale tra il prodotto effettivo e quello potenziale) si riassorbirebbe solo con gradualità (cfr. riquadro 5).

Riquadro 5

SOTTOUTILIZZO DELLA CAPACITÀ PRODUTTIVA NELL'AREA DELL'EURO

Il margine di capacità inutilizzata nell'economia è fondamentale per valutare l'interazione tra le forze dal lato della domanda e dell'offerta e la fase del ciclo economico, rappresentando pertanto un elemento rilevante nelle analisi della politica monetaria. Esiste tuttavia notevole incertezza riguardo le stime del prodotto potenziale e dell'output gap (definito generalmente come lo scarto percentuale tra il livello osservato del prodotto e quello potenziale), che sono oggetto di ampie revisioni nel tempo. Ciò è dovuto al fatto che entrambe le grandezze non sono osservabili e particolarmente difficili da stimare empiricamente, e manca un consenso generale sul metodo di stima o sulla definizione di prodotto potenziale. Il presente riquadro esamina le implicazioni delle diverse definizioni di prodotto potenziale per le stime dell'output gap. Esso inoltre valuta il livello di capacità inutilizzata nell'economia dell'area dell'euro nella fase attuale in base a una serie di stime e di indicatori alternativi.

Concetti utilizzati nelle stime del prodotto potenziale

Generalmente l'output gap è definito come la differenza tra il livello attuale e quello potenziale del prodotto. Il prodotto potenziale misura il livello di attività che un'economia potrebbe conseguire in determinate circostanze, tipicamente in una situazione teorica di assenza di vincoli di rigidità nominali nella fissazione di prezzi e salari. Nel breve termine i prezzi potrebbero essere rigidi e non reagire prontamente agli andamenti della domanda e dell'offerta, mentre nel lungo periodo è più probabile che mostrino flessibilità e adeguamento agli shock.

Non essendo possibile osservare l'output gap, è difficile valutarne l'entità, soprattutto in tempo reale. Si possono impiegare diverse metodologie di stima, a seconda che l'andamento del prodotto potenziale sia valutato sul breve o sul lungo periodo¹⁾. Le più semplici, come il filtro di Hodrick-Prescott, sono metodi puramente statistici che analizzano l'andamento delle serie di dati relativi al prodotto, tralasciando eventuali relazioni economiche con altre variabili. In base alle ipotesi formulate, tali metodi possono fornire stime più volatili o stabili del prodotto potenziale (rispettivamente, con output gap più contenuti o ampi). Secondo i metodi basati sulla curva di Phillips teorica, il prodotto potenziale è pari al livello di attività corrispondente a un tasso di inflazione stabile (non-accelerating inflation). Tuttavia, se la relazione effettiva tra il margine di capacità inutilizzata e l'inflazione si discosta da quella ipotizzata, le stime dell'output

1) Per un esame dettagliato delle metodiche impiegate per stimare il prodotto potenziale, cfr. l'articolo *Crescita del prodotto potenziale e output gap: concetto, utilizzi e stime*, nel numero di ottobre 2000 di questo Bollettino.

gap potrebbero risultare distorte²⁾. Ciò accade per esempio quando prezzi e salari sono rigidi, o risentono degli shock sui costi (come gli shock sui prezzi dell'energia o di altre materie prime). Le stime basate sull'approccio della funzione di produzione scompongono il prodotto potenziale nei contributi forniti dalle sue componenti (ossia, capitale, forza lavoro e produttività totale dei fattori)³⁾. Sebbene anche le stime separate di ciascuna componente della funzione di produzione siano contraddistinte da incertezza, questo approccio presenta il vantaggio di fornire una spiegazione dei fattori economici sottostanti le variazioni stimate del prodotto potenziale.

Secondo recenti ricerche sull'output gap (cfr. Borio et al.)⁴⁾, il contenuto informativo degli indicatori di costo (del lavoro) è insufficiente per valutare le pressioni complessive sui prezzi, in quanto alcuni squilibri potrebbero derivare dal lato finanziario dell'economia, attraverso la crescita dei prezzi delle abitazioni o del credito. Di fatto, nell'area dell'euro il periodo precedente la crisi finanziaria è stato contraddistinto da inflazione bassa e stabile, indicando output gap lievemente positivi, mentre in alcuni paesi emergevano bolle finanziarie e/o immobiliari. Si suggerisce di adottare un nuovo approccio che incorpori le informazioni sul ciclo finanziario nelle stime dell'output gap. Per i paesi interessati da tali bolle, questo criterio dovrebbe fornire stime leggermente più ampie dell'output gap, sia nelle fasi di ripresa sia in quelle di rallentamento.

Infine, per prodotto potenziale nel lungo periodo si intende il livello di attività raggiungibile nel lungo periodo, una volta che le singole componenti del prodotto potenziale abbiano mostrato una convergenza su sentieri di equilibrio. Ad esempio, il tasso di disoccupazione a lungo termine sarebbe influenzato esclusivamente da alcune caratteristiche istituzionali dei mercati del lavoro (cfr. Orlandi)⁵⁾. Tali stime potrebbero essere più utili per valutare la sostenibilità dei saldi strutturali di bilancio o dei saldi con l'estero, piuttosto che le pressioni inflazionistiche a breve termine. Esse suggeriscono una minore prociclicità del prodotto potenziale e degli output gap più ampi sia nelle fasi di ripresa sia in quelle di rallentamento. Nel complesso, le stime dell'output gap utilizzate per valutare le spinte inflative si fondano su prospettive a più breve termine.

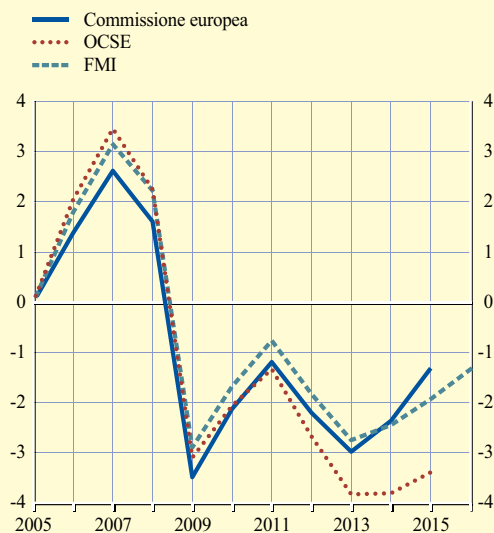
Misure e recenti stime della capacità inutilizzata nell'area dell'euro

Nel presente riquadro vengono presi in considerazione gli indicatori focalizzati sul breve e medio periodo al fine di valutare il grado di capacità produttiva inutilizzata e le possibili pressioni inflazionistiche nell'economia dell'area dell'euro. Gli indicatori rientrano in due gruppi: il primo è costituito dalle stime dell'output gap formulate dalle istituzioni internazionali, desunte dalle rispettive stime del prodotto potenziale. A tal fine, le istituzioni internazionali adottano soprattutto l'approccio della funzione di produzione, mentre per valutare l'andamento della disoccupazione strutturale, che riveste un ruolo considerevole nella crescita del prodotto potenziale, si utilizzano spesso filtri basati sulla curva di Phillips.

- 2) Cfr. Borio, C., P. Disyatat e M. Juselius (2014), "A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output", *Working Paper* della BRI, n. 442.
- 3) Cfr. D'Auria, F. et al. (2010), "The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps", *European Economy*, Economic Paper della Commissione europea, n. 420.
- 4) Cfr. Borio, C. et al. (2013), "Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle", *Working Paper* della BRI, n. 404.
- 5) Sono le politiche attive per il mercato del lavoro, il tasso di sostituzione dei sussidi di disoccupazione, il cuneo fiscale del lavoro e il tasso di sindacalizzazione. Cfr. Orlandi, F. (2012), "Structural unemployment and its determinants in the EU countries", *European Economy*, Economic Paper della Commissione europea, n. 455.

Figura A Proiezioni sull'output gap per l'area dell'euro formulate da diverse istituzioni

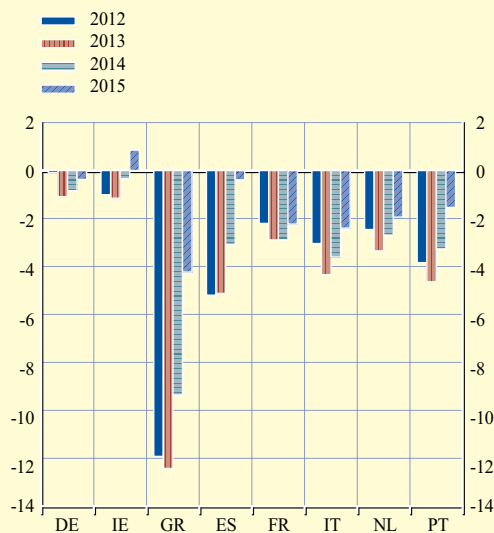
(in percentuale del prodotto potenziale)



Fonti: previsioni invernali della Commissione europea, febbraio 2014; *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2013; e *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2013.

Figura B Differenze tra paesi in termini di output gap

(in percentuale del prodotto potenziale)



Fonte: Commissione europea.

Secondo recenti stime dell'output gap formulate da istituzioni internazionali, la capacità produttiva nell'area dell'euro è ampiamente inutilizzata: l'output gap nel 2014 è stimato al -2,4 per cento dalla Commissione europea, al -3,8 per cento dall'OCSE. L'intervallo di tali stime si amplia ulteriormente sull'orizzonte previsivo al 2016 (cfr. figura A). È necessario tener presente che le istituzioni internazionali utilizzano metodologie lievemente differenti. Tuttavia, una caratteristica comune a tutte le previsioni è che il gap dovrebbe chiudersi solo gradualmente e rimanere negativo nel periodo 2014-2016.

La figura B evidenzia notevoli differenze fra paesi nelle stime della Commissione europea sul margine di capacità inutilizzata nell'economia⁶⁾. Secondo tali stime il margine è minimo in Germania, con un output gap inferiore al -1 per cento che dovrebbe chiudersi quasi interamente entro il 2015. Tuttavia, nei paesi più duramente colpiti dalla crisi, come la Grecia, l'output gap stimato è molto più ampio. In questi paesi l'output gap dovrebbe chiudersi solo gradualmente e rimanere intorno al -2 per cento nel 2015.

Per verificare la robustezza delle stime sull'output gap, si possono utilizzare diverse misure alternative della capacità inutilizzata, come il grado di utilizzo della capacità produttiva e gli indicatori desunti dalle indagini, che riportano in che misura la produzione è limitata da fattori come la disponibilità di forza lavoro e il livello della domanda. Questi dati provengono dall'indagine sull'industria condotta dalla Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea. Le stime dell'output gap hanno lo svantaggio di essere oggetto di ampie revisioni, come dimostra la rivalutazione delle stime dell'output gap per il periodo antecedente il

6) Stime della Commissione europea pubblicate in "European Economic Forecast", *European Economy*, 2, febbraio 2014.

2008. Le misure basate sulle indagini sono più aggiornate e in genere non vengono riviste, ma anch'esse presentano alcuni svantaggi. Il tasso di utilizzo della capacità produttiva si riferisce solo a un settore dell'economia e gli interpellati, quando stimano il loro grado di utilizzo delle risorse, non tengono conto della quantità di capacità inutilizzata. Quanto ai fattori che limitano la produzione, questi dati sono per loro natura soggettivi e le risposte potrebbe essere fortemente influenzate dagli andamenti recenti invece di riferirsi a un valore medio affidabile nel lungo periodo.

Le stime dell'output gap e le misure desunte dalle indagini non sempre esprimono valutazioni concordi sul margine di capacità inutilizzata, benché esista una stretta relazione empirica tra di esse ⁷⁾. Di fatto, tra l'output gap stimato dalla Commissione europea e le due misure ricavate dalle indagini (l'utilizzo della capacità produttiva e la misura in cui la domanda insufficiente limita la produzione) esiste una correlazione abbastanza elevata per il periodo 1997-2013, testimoniata anche dalle strette analogie tra gli andamenti ciclici di tali misure (cfr. figura C). Inoltre, le misure desunte dalle indagini fornirebbero un'utile indicazione in tempo reale sull'entità dell'output gap: per il periodo fino al 2008 esse sono correlate piuttosto strettamente con le stime dell'output gap relative al periodo formulate dalla fine del 2013 (che possono essere considerate come stime a posteriori), ma mostrano una correlazione nettamente inferiore con le stime formulate nel 2007, che hanno ampiamente sottostimato l'output gap positivo.

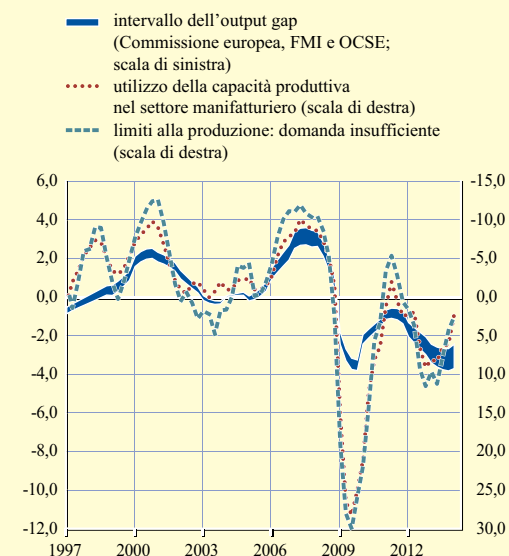
Passando alla valutazione più recente del sottoutilizzo della capacità produttiva, le stime delle istituzioni internazionali e le due misure tratte dalle indagini segnalano eccesso di offerta e capacità inutilizzata nell'economia dell'area in tutto il periodo dal 2009, ma anche una graduale diminuzione dell'output gap a partire dal 2013 (cfr. figura C). La capacità produttiva inutilizzata, pur essendosi ulteriormente ridotta secondo gli indicatori ricavati dalle indagini per il primo trimestre del 2014, è stimata su livelli ancora significativi.

Capacità inutilizzata nel mercato del lavoro

La capacità inutilizzata nel mercato del lavoro è misurata dall'unemployment gap, che esprime la differenza tra tasso di disoccupazione e NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, cfr. figura D). Le stime recenti dell'unemployment gap formulate dalle istituzioni

Figura C Output gap, utilizzo della capacità produttiva e limiti alla produzione dovuti alla domanda insufficiente nell'area dell'euro

(in percentuale del prodotto potenziale; deviazioni dalla media)



Fonti: previsioni invernali della Commissione europea, febbraio 2014; *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2013; e *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2013.

Note: gli output gap trimestrali sono interpolati a partire dalle stime annuali delle istituzioni internazionali. L'ultima rilevazione relativa all'utilizzo della capacità produttiva e ai limiti alla produzione è di gennaio 2014.

7) Cfr. il riquadro *Verifica incrociata tra stime dell'output gap dell'area dell'euro e altri indicatori ciclici*, nel numero di giugno 2011 di questo Bollettino.

internazionali suggeriscono che in media la capacità inutilizzata nel mercato del lavoro è al livello massimo dal 1997. Nel contempo, l'incertezza che caratterizza l'unemployment gap, misurata dall'intervallo delle stime tra le istituzioni internazionali, è aumentata sensibilmente dal 2012.

Fattori sottostanti l'andamento del prodotto potenziale

Alla luce del forte calo del PIL reale nell'area dell'euro e in molti singoli paesi, l'output gap negativo stimato sarebbe stato ancor più ampio se non avesse rallentato sensibilmente anche il prodotto potenziale. Tale rallentamento è ascrivibile a diversi fattori⁸⁾. Gli investimenti nell'area dell'euro si sono contratti di oltre il 15 per cento rispetto al picco dell'attività nel 2008, a causa di fattori come l'ampio stock di capitale obsoleto e il protratto ridimensionamento di alcuni settori, l'elevata incertezza, il deterioramento delle condizioni finanziarie e l'indebitamento societario. Inoltre, è probabile che il tasso medio di rimpiazzo del capitale fisso sia cresciuto di pari passo con l'aumento delle liquidazioni societarie dovuto alla crisi. In alcuni paesi la formazione netta di imprese nel settore edile è passata da valori positivi prima della crisi a valori fortemente negativi dal 2009, in relazione alla perdita di capitale dovuta all'obsolescenza dello stock di capitale e alle liquidazioni societarie. Anche il comparto manifatturiero ad alto contenuto di capitale e tecnologia in alcuni paesi è stato colpito dal ridimensionamento e dalla chiusura delle imprese dal 2009.

Il tasso di disoccupazione strutturale è aumentato dall'inizio della crisi finanziaria, riducendo il contributo del lavoro alla crescita del prodotto potenziale. In diversi paesi l'aumento della disoccupazione strutturale è legato alla crescita della disoccupazione di lungo periodo. Quanto più a lungo i disoccupati rimangono senza lavoro, tanto più si erodono le loro capacità e il capitale umano, e tanto meno favorevolmente essi saranno considerati da potenziali datori di lavoro. Inoltre, i disoccupati potrebbero scoraggiarsi e rinunciare alla ricerca di un posto di lavoro. Anche il grado di disallineamento delle competenze è aumentato, segnalando una marcata flessione della domanda per gli addetti meno qualificati. Secondo stime econometriche, la curva di Beveridge, che rileva l'andamento della disoccupazione e degli impieghi disponibili, si è spostata verso l'esterno in diversi paesi (cfr. figura E), a significare che un incremento dei posti vacanti non è seguito da un calo della disoccupazione, indicando quindi un deterioramento strutturale del mercato del lavoro⁹⁾.

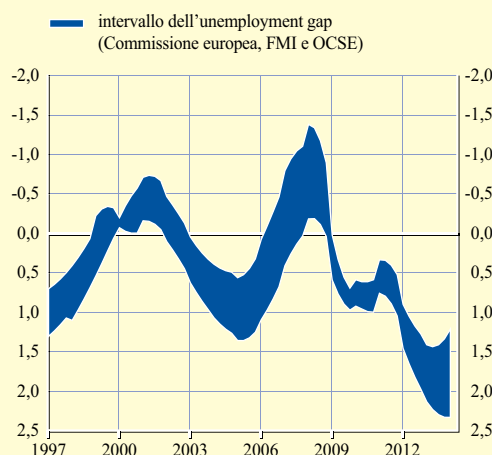
Durante la crisi anche il contributo della produttività totale dei fattori (PTF) al prodotto potenziale è lievemente diminuito, mantenendosi da allora su livelli contenuti, in linea con quanto

8) Per una disamina più approfondita cfr. l'articolo *Prodotto potenziale, sottoutilizzo della capacità produttiva e nesso con gli andamenti nominali dall'inizio della crisi*, nel numero di novembre 2013 di questo Bollettino.

9) Per ulteriori informazioni cfr. Bonthuis, B., V. Jarvis e J. Vanhala (2013), "What's going on behind the euro area Beveridge curve(s)?", *Working Paper della BCE*, n. 1586.

Figura D L'unemployment gap nell'area dell'euro

(in percentuale della forza lavoro; deviazioni dalla media)



Fonti: previsioni invernali della Commissione europea, febbraio 2014; World Economic Outlook dell'FMI, ottobre 2013; e Economic Outlook dell'OCSE, novembre 2013.

osservato nelle precedenti crisi finanziarie. I persistenti bassi livelli di utilizzo della capacità produttiva dovuti alla debolezza dell'attività economica hanno ridotto l'efficienza dell'impiego di capitale e lavoro. È probabile che ci sia stata una considerevole distruzione di imprese e capitale umano specializzato in settori e aziende ridimensionati in via permanente. Tuttavia, lo spostamento dei fattori di produzione dai settori in contrazione a bassa produttività a quelli in espansione ad alta produttività avrebbe compensato in parte questi effetti negativi sulla crescita della PTF aggregata nell'area dell'euro.

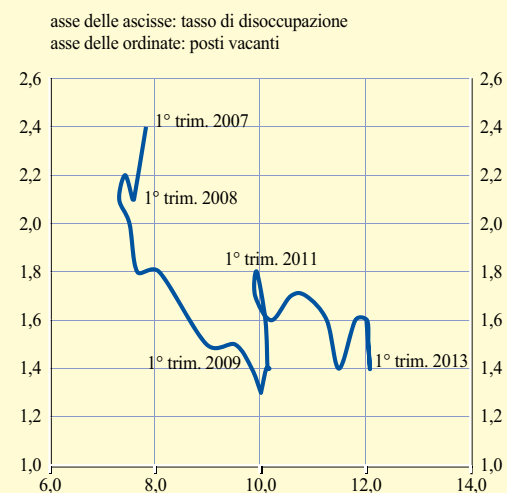
Conclusioni

Nel complesso, negli ultimi anni diversi fattori hanno contribuito al rallentamento del prodotto potenziale in tutta l'area dell'euro. Tali fattori comprendono, tra l'altro, ristrutturazioni settoriali, erosione delle competenze e perdita di capitale umano, oltre alla sovrastima in tempo reale della crescita del prodotto potenziale negli anni antecedenti la crisi in un contesto caratterizzato da una forte leva finanziaria e dalla presenza di squilibri in vari paesi dell'area. Di conseguenza, il grado di sottoimpiego della capacità produttiva è stato inferiore al livello osservabile in presenza di un andamento più stabile del prodotto potenziale. Detto ciò, il sottoutilizzo della capacità nell'economia nell'area, misurato da diverse tipologie di indicatori, è ancora considerevole e probabilmente frena le spinte al rialzo sull'inflazione. A tale riguardo, è importante notare che negli ultimi anni è aumentata più del consueto l'incertezza non solo riguardo le stime sul sottoutilizzo della capacità, ma anche in relazione al modo in cui tale sottoutilizzo ha inciso sull'inflazione e all'entità dell'impatto. Ad esempio, dalle evidenze empiriche si evince che nel complesso dell'area l'impatto esercitato sui prezzi dal sottoutilizzo della capacità è diminuito dall'inizio della crisi. Ciò potrebbe riflettere, ad esempio, un migliore ancoraggio delle aspettative di inflazione¹⁰. Allo stesso tempo, le riforme strutturali nei mercati del lavoro e dei prodotti intraprese negli ultimi anni in diversi paesi dell'area avrebbero ridotto le rigidità nominali, con implicazioni non solo per le stime sul grado di sottoutilizzo della capacità produttiva, ma anche in termini di maggiore reattività dell'inflazione a tale sottoimpiego. Tutto ciò determina una elevata incertezza che suggerisce cautela nell'usare le stime puntuali della capacità inutilizzata per le previsioni di inflazione in futuro.

10) Cfr. il riquadro *L'ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro*, nel numero di ottobre 2013 di questo Bollettino.

Figura E Spostamenti della curva di Beveridge nell'area dell'euro

(in percentuale della forza lavoro)



Fonti: Eurostat e Commissione europea.

Nell'ultimo trimestre del 2013 i consumi privati nell'area dell'euro sono aumentati dello 0,1 per cento in termini congiunturali, in linea con l'andamento registrato nei due trimestri precedenti; vi ha probabilmente contribuito un incremento dei consumi di servizi e degli acquisti di autovetture, in parte compensati da una minore spesa per i beni al dettaglio.

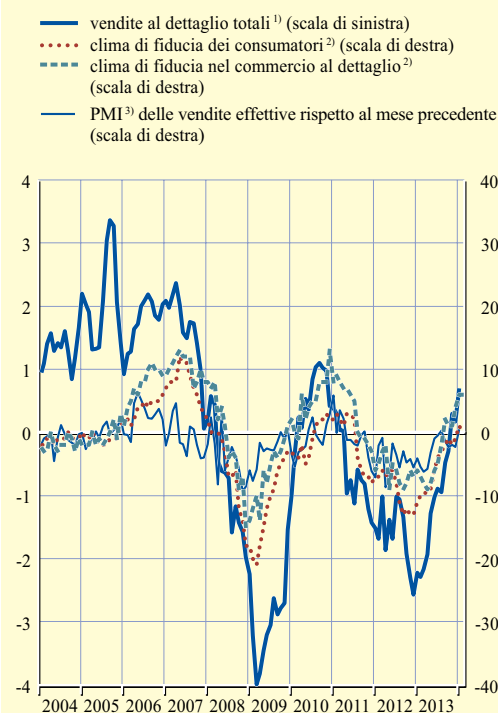
Per quanto riguarda il primo trimestre di quest'anno, le informazioni disponibili tendono a suggerire nel complesso un ulteriore, ancorché moderato, incremento dei consumi privati. In gennaio il volume delle vendite al dettaglio è salito dell'1,6 per cento sul mese precedente, portandosi su un livello superiore dell'1 per cento alla rilevazione media del quarto trimestre del 2013, quando era sceso dello 0,5 per cento sul periodo precedente. Inoltre, in gennaio e febbraio le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area dell'euro si sono collocate in media su un livello inferiore quasi del 3 per cento rispetto al valore medio del quarto trimestre, in cui erano aumentate del 5,2 per cento su base congiunturale. La debolezza delle immatricolazioni all'inizio dell'anno e la forte crescita delle vendite di autovetture nel quarto trimestre sono entrambe in parte imputabili all'introduzione di aggravati fiscali all'inizio dell'anno in alcuni paesi.

I dati desunti dalle indagini sul commercio al dettaglio per il primo trimestre del 2014 denotano che la crescita dei consumi di beni al dettaglio è rimasta modesta (cfr. figura 27). L'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nello stesso settore è migliorato ulteriormente nel primo trimestre. Inoltre, la fiducia dei consumatori è cresciuta marcatamente in marzo, sostenendo la dinamica al rialzo interrotta temporaneamente dalla flessione in febbraio. Attualmente l'indice del clima di fiducia si colloca su un livello superiore alla sua media di lungo termine ed è quindi in linea con ulteriori lievi miglioramenti della spesa per consumi. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il commercio al dettaglio è salito dal 47,8 del quarto trimestre al 49,5 in gennaio e febbraio; mantenendosi inferiore ma prossimo alla soglia di 50, indica vendite moderate nel primo trimestre del 2014. Infine, l'indicatore delle attese sugli acquisti rilevanti è rimasto su livelli contenuti, suggerendo il protrarsi di un atteggiamento di cautela da parte dei consumatori nelle decisioni di acquisto di beni durevoli.

Nell'ultimo trimestre del 2013 gli investimenti fissi lordi hanno evidenziato un marcato incremento dell'1,1 per cento sul periodo precedente. Il più recente aumento fa seguito a due trimestri di crescita positiva, indicando quindi che la ripresa in atto si è andata consolidando. Quanto alle componenti degli investimenti nel quarto trimestre, sia quella nei settori diversi dalle costruzioni e, pur in misura minore, sia quella nelle costruzioni (ciascuna rappresentando circa la metà degli investimenti totali) hanno registrato tassi di crescita positivi su base congiunturale. Ci si attende che gli investimenti delle imprese continuino ad aumentare in misura moderata parallelamente al recupero graduale della domanda, al miglioramento del clima di fiducia e delle condizioni di finanziamento e al diminuire dell'incertezza (cfr. riquadro 6).

Figura 27 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie

(dati mensili)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili su tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative; include i carburanti.

2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.

3) Purchasing Managers' Index: scostamenti dal valore 50.

FATTORI SOTTOSTANTI ALLA FLESSIONE E ALLA RIPRESA DEGLI INVESTIMENTI DELLE IMPRESE

Il livello degli investimenti delle imprese ha subito una marcata contrazione dal picco dell'attività osservato nel 2008, fornendo un notevole contributo alla diminuzione del PIL dell'area dell'euro¹⁾. Gli investimenti delle imprese hanno iniziato a recuperare nel secondo trimestre del 2013 e, secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2014, dovrebbero continuare a rafforzarsi fino al 2016, seppure mantenendosi su livelli nettamente inferiori al massimo registrato prima della crisi²⁾. Il presente riquadro illustra alcuni fatti stilizzati sul calo degli investimenti delle imprese, passa in rassegna i fattori alla base di tale andamento e trae delle conclusioni riguardo alla ripresa prospettata.

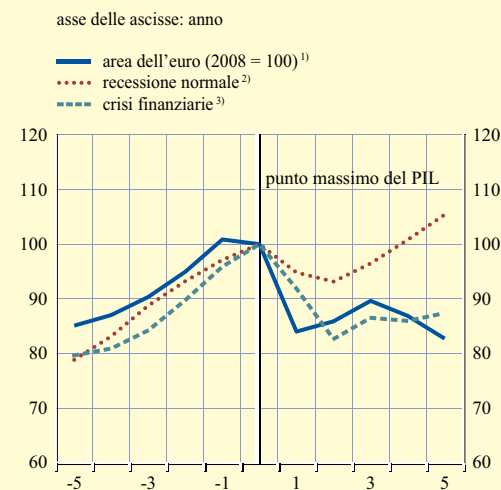
A partire dal 2008 gli investimenti delle imprese nell'area dell'euro hanno evidenziato alcuni profili tipici delle crisi finanziarie, con un rallentamento più pronunciato seguito da una ripresa più lenta di quanto si osservi solitamente nelle recessioni non associate a crisi finanziarie (recessioni "normali"; cfr. figura A). Nel 2011 l'area dell'euro ha registrato un'altra recessione a fronte della crisi dei titoli del debito sovrano in vari paesi dell'area dell'euro, accompagnata da un marcato calo degli investimenti delle imprese.

In una prospettiva internazionale, un confronto degli investimenti delle imprese nell'area dell'euro con quelli in altre economie avanzate mostra che l'andamento degli investimenti nell'area dell'euro, pur avendo seguito un'evoluzione sostanzialmente in linea con quella degli investimenti in altre economie avanzate nel periodo 2008-2010, è stato relativamente debole a partire dal 2011, specie rispetto agli Stati Uniti (cfr. figura B).

Dal confronto della dinamica degli investimenti nell'area dell'euro per settore emerge che le contrazioni registrate nel 2009 e nel 2012 sono state indotte principalmente dal calo nel settore dei servizi (cfr. figura C). Sebbene gli investimenti nel comparto delle costruzioni abbiano registrato il calo maggiore (45 per cento), il loro contributo alla flessione è stato piuttosto modesto, data l'incidenza relativamente contenuta sugli investimenti totali. Nel complesso, rispetto ai cicli economici precedenti, le diminuzioni nei settori

Figura A Investimenti delle imprese durante recessioni normali e crisi finanziarie

(indice, punto massimo del PIL = 100)



Fonti: OCSE ed Eurostat.

1) Gli investimenti delle imprese dell'area dell'euro sono misurati utilizzando gli investimenti fissi lordi delle società non finanziarie. La serie corretta per i prezzi è ottenuta utilizzando il deflatore degli investimenti fissi lordi.

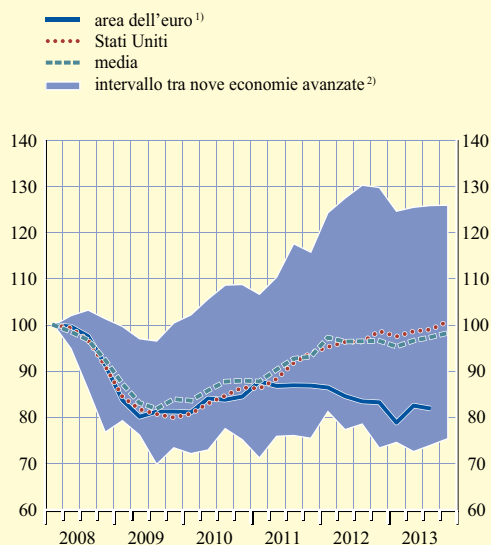
2) Per recessioni normali si intendono recessioni non associate a crisi finanziarie. L'andamento mediano si basa su una serie di dati per 16 economie avanzate dal 1970 al 2012.

3) Secondo Laeven e Valencia (2013), sono state individuate 17 crisi finanziarie.

- 1) Per maggiori dettagli sulla contrazione degli investimenti delle imprese, cfr. il riquadro *Investimenti delle imprese: indicazioni di una modesta ripresa a venire* nel numero di gennaio 2014 di questo Bollettino.
- 2) Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2014* nel numero di marzo 2014 di questo Bollettino.

Figura B Raffronto internazionale degli investimenti delle imprese a partire dal 2008

(indice, 1° trim. 2008 = 100)



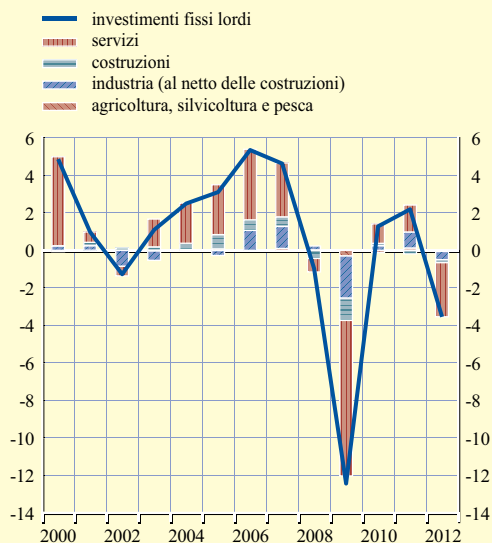
Fonti: OCSE, elaborazioni dei dati di contabilità nazionale.

1) Gli investimenti delle imprese dell'area dell'euro sono misurati utilizzando gli investimenti fissi lordi delle società non finanziarie. La serie corretta per i prezzi è ottenuta utilizzando il deflatore degli investimenti fissi lordi.

2) Le nove economie avanzate sono costituite da Australia, Canada, Corea del Sud, Danimarca, Giappone, Norvegia, Regno Unito, Stati Uniti e Svezia.

Figura C Investimenti fissi lordi e contributi per settore nell'area dell'euro

(variazione percentuale in ragione d'anno e contributi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

dei servizi e delle costruzioni sono state di ampiezza eccezionale, mentre la flessione nel settore industriale (al netto delle costruzioni) dal 2009 è stata analoga a quella dei rallentamenti precedenti.

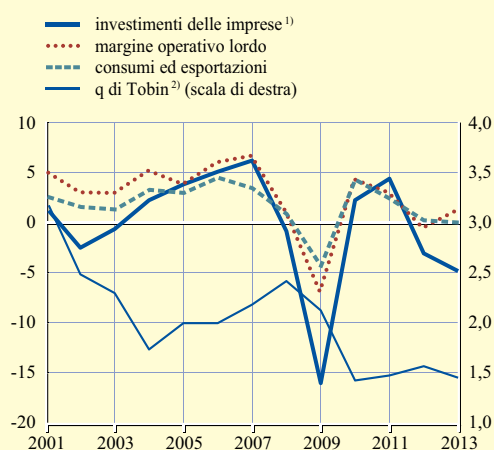
I fattori che entrano in gioco nelle decisioni di investimento delle imprese sono molteplici. Alcuni sono di natura ordinaria, come la redditività e la domanda. Di fatto, la debolezza degli investimenti delle imprese dal 2008 ha rispecchiato una domanda fiacca, una bassa redditività e modesti incentivi a investire, come mostra il rapporto tra il valore di mercato di un'attività e il suo valore di sostituzione, o "q di Tobin" (cfr. figura D). Vi sono anche alcuni fattori più caratteristici di una crisi, come l'incertezza, le condizioni finanziarie e i fattori strutturali, che hanno assunto particolare rilevanza a partire dal 2008.

Innanzitutto, si riscontrano evidenze del fatto che gli investimenti delle imprese reagiscono al mutare dell'incertezza a causa dell'irreversibilità delle decisioni di investimento e dei costi di aggiustamento. Secondo gli indicatori disponibili, al calo degli investimenti delle imprese sono correlati i marcati incrementi osservati nel 2008 e nel 2011 per l'incertezza sui mercati finanziari, l'incertezza economica e l'incertezza sulle misure di policy (cfr. figura E)³. In seguito, l'incertezza nei mercati finanziari è diminuita in misura considerevole. L'incertezza sulla politica economica si è avvicinata ai livelli consueti nei trimestri recenti, mentre quella sull'evoluzione congiunturale

3) Per una descrizione dettagliata delle tre misure dell'incertezza, cfr. il riquadro *L'evoluzione recente dell'incertezza macroeconomica nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2013 di questo Bollettino.

Figura D Investimenti delle imprese e alcune loro determinanti

(variazione percentuale sul periodo corrispondente)



Fonti: Datastream, Eurostat e proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2014.
 1) Gli investimenti delle imprese dell'area dell'euro sono misurati utilizzando gli investimenti fissi lordi delle società non finanziarie. La serie corretta per i prezzi è ottenuta utilizzando il deflatore degli investimenti fissi lordi.
 2) La q di Tobin corrisponde al rapporto tra il valore di mercato di un'attività e il suo valore di sostituzione.

Figura E Crescita degli investimenti delle imprese e incertezza nell'area dell'euro

(scala di sinistra: deviazioni standard dalla media¹⁾; scala di destra, invertita, variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: banca dati della BCE sui mercati finanziari, Commissione europea e Baker, Bloom e Davis (2013).
 Nota: le rilevazioni più recenti si riferiscono al 3° trimestre del 2013 per gli investimenti e al 1° trimestre 2014 per l'incertezza.
 1) Media del periodo dal 1° trimestre 1999 al 4° trimestre 2013.
 2) Gli investimenti delle imprese dell'area dell'euro sono misurati utilizzando gli investimenti fissi lordi delle società non finanziarie. La serie corretta per i prezzi è ottenuta utilizzando il deflatore degli investimenti fissi lordi.
 3) In base all'indicatore composito di tensioni sistemiche.
 4) Incertezza delle famiglie e delle imprese sulla base delle indagini della Commissione europea presso i consumatori e presso le imprese.
 5) Indicatore basato sulla copertura giornalistica dell'incertezza economica connessa alle politiche e sul disaccordo tra gli esperti di previsioni in merito all'inflazione e ai saldi di bilancio.

rimane elevata. In base a questi indicatori, l'incertezza sta esercitando un minore effetto frenante sugli investimenti delle imprese.

In secondo luogo, è probabile che le sfavorevoli condizioni finanziarie abbiano accentuato la debolezza degli investimenti delle imprese. In alcuni paesi i vincoli dal lato dell'offerta di credito hanno influito sugli investimenti, se si considerano la dipendenza relativamente elevata delle società non finanziarie dai prestiti bancari per finanziare gli investimenti nell'area dell'euro e il marcato incremento del debito societario prima della crisi finanziaria. Di recente, le condizioni finanziarie sono migliorate e il costo reale dei finanziamenti si colloca su un livello storicamente basso nel complesso dell'area dell'euro. Inoltre, le disponibilità liquide detenute dalle società non finanziarie sono consistenti. Al momento, quindi, le condizioni finanziarie frenerebbero gli investimenti delle imprese in misura decisamente inferiore rispetto al periodo della crisi del 2008-2009.

In terzo luogo, alla debolezza degli investimenti delle imprese potrebbe aver contribuito un minore potenziale di crescita. Stando alle stime attuali, il livello e il tasso di espansione del prodotto potenziale sarebbero nettamente inferiori alle previsioni formulate prima del 2008. Di conseguenza, anche l'esigenza di ampliare la capacità produttiva mediante investimenti delle imprese risulta inferiore rispetto ai cicli precedenti, in cui il prodotto potenziale ha subito ripercussioni negative minori. Inoltre, vari indicatori mostrano che permane ancora un grado considerevole di capacità produttiva

inutilizzata nell'economia, a ulteriore indicazione di un'esigenza relativamente contenuta di investimenti tesi ad ampliarla⁴⁾. I dati delle indagini della Commissione europea suggeriscono che nel 2014 gli investimenti di sostituzione da parte delle imprese saranno maggiori del consueto. Inoltre, alcuni settori dell'economia risentirebbero di un eccesso di capacità produttiva estremamente elevato: ciò indica la necessità di un ulteriore processo di ristrutturazione che potrebbe gravare per qualche tempo sugli investimenti delle imprese. Sebbene l'analisi dei singoli settori mostri un eccesso di capacità soprattutto per quanto concerne le costruzioni, la contrazione insolitamente accentuata degli investimenti nei servizi segnala la presenza di un eccesso di capacità anche in questo settore.

Nel complesso, a partire dal forte calo del 2008 gli investimenti delle imprese nell'area dell'euro sono rimasti contenuti, riflettendo le tipiche caratteristiche delle crisi finanziarie profonde. L'analisi dei singoli settori mostra che tale debolezza è imputabile soprattutto a investimenti insolitamente contenuti nei comparti dei servizi e delle costruzioni. Oltre ai fattori ordinari (quali una debole domanda, una bassa crescita della redditività e scarsi incentivi a investire), tra le determinanti importanti alla base dei ridotti investimenti nell'area dell'euro vi sarebbero anche l'elevata incertezza, le sfavorevoli condizioni finanziarie e un minore potenziale di crescita. In prospettiva, il graduale rafforzamento della domanda e della redditività, il riassorbimento dell'incertezza e condizioni finanziarie più favorevoli dovrebbero sostenere l'attesa ripresa degli investimenti delle imprese. Nel contempo, a causa delle stime inferiori per il potenziale di crescita, dell'elevato grado di sottoutilizzo della capacità produttiva ancora presente nell'economia e degli effetti ritardati del processo di ristrutturazione in atto in alcuni settori e paesi, ci si attende che gli investimenti riacquisiscano slancio solo con gradualità.

4) Cfr. il riquadro *Il sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

I nuovi dati sugli investimenti fissi sono in linea con una perdurante espansione nel primo trimestre di quest'anno, anche se con ogni probabilità a un ritmo più contenuto rispetto all'ultimo trimestre dell'anno scorso. In gennaio la produzione industriale di beni di investimento (un indicatore degli investimenti futuri al netto delle costruzioni) è aumentata dello 0,9 per cento sul mese precedente. Nello stesso periodo la produzione di beni di investimento si è collocata su un livello di oltre l'1 per cento superiore alla sua media del quarto trimestre del 2013, quando era aumentata dello 0,7 per cento su base trimestrale. Sebbene ciò rappresenti un avvio positivo del primo trimestre, la forte volatilità dei dati di produzione richiama alla cautela nelle valutazioni. I risultati delle indagini più recenti presentano un quadro analogo. Ad esempio, il PMI relativo al settore manifatturiero, che mostra una tendenza al rialzo da metà 2012, è migliorato ulteriormente nel primo trimestre di quest'anno. Parimenti, anche l'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali elaborato dalla Commissione europea, attualmente su livelli superiori alla media di lungo periodo, ha evidenziato un ulteriore incremento tra il quarto e il primo trimestre.

In gennaio 2014, la produzione nel settore delle costruzioni è cresciuta dell'1,5 per cento sul mese precedente, dopo l'incremento lievemente inferiore di dicembre. Di conseguenza, la produzione nelle costruzioni è migliorata significativamente, risultando superiore del 2,3 per cento alla sua media del quarto trimestre, quando si era contratta dello 0,8 per cento sul periodo precedente. Tuttavia, gli andamenti più recenti probabilmente riflettono, almeno in parte, gli effetti positivi connessi con le condizioni meteorologiche insolitamente miti in alcune parti dell'area dell'euro all'inizio dell'anno in corso. Inoltre, i dati qualitativi delineano un quadro meno positivo per quanto riguarda gli andamenti nel primo trimestre. Ad esempio, l'indicatore della fiducia nel settore delle costruzioni pubblicato dalla Commissione europea era ancora decisamente inferiore alla media

storica nel primo trimestre, mentre il PMI per lo stesso comparto nell'area dell'euro è stato inferiore a 50 in gennaio e febbraio, segnalando una debole dinamica del settore.

Il contributo alla crescita del PIL da parte degli scambi commerciali nell'area dell'euro si è riportato in territorio positivo nell'ultimo trimestre del 2013, dopo il contributo negativo registrato nel periodo precedente. Se da un lato l'espansione delle esportazioni ha segnato un recupero (all'1,3 per cento), quella delle importazioni si è moderata ulteriormente (raggiungendo lo 0,5 per cento) nel quarto trimestre. I dati delle indagini sull'interscambio nell'area dell'euro per gennaio suggeriscono un incremento in tale settore conforme alle attese. In tale mese il valore sia delle esportazioni sia delle importazioni è cresciuto su base mensile ed entrambe le variabili si sono collocate su livelli più elevati della rispettiva media del quarto trimestre. Stando agli indicatori di breve periodo, i prezzi dei beni scambiati sono rimasti moderati: ciò suggerisce che in termini di volumi l'interscambio è stato maggiore, con una crescita delle importazioni lievemente superiore rispetto a quella delle esportazioni. I risultati delle indagini per il primo trimestre mostrano uno scenario in fase di miglioramento. L'indice PMI sui nuovi ordinativi dall'estero si è situato stabilmente al di sopra della soglia di espansione pari a 50 raggiungendo un livello più elevato rispetto al quarto trimestre. Inoltre, anche l'indicatore relativo agli ordini esteri basato sull'indagine coordinata dalla Commissione europea è aumentato nel confronto con il quarto trimestre.

4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Nell'ultimo trimestre del 2013, il valore aggiunto in termini reali ha evidenziato un ulteriore incremento, dello 0,3 per cento sul periodo precedente, che è risultato diffuso a tutti i settori. Nonostante l'aumento cumulato dello 0,8 per cento dal primo trimestre dello scorso anno, il valore aggiunto si colloca ancora su un livello inferiore dello 0,5 per cento rispetto al suo massimo post-recessione del terzo trimestre del 2011. In prospettiva, i dati delle indagini indicano un'ulteriore crescita del valore aggiunto nel primo trimestre di quest'anno. Quanto agli andamenti per settore, i più recenti indici PMI relativi al prodotto mostrano una maggiore crescita nel settore manifatturiero, seguito da quello dei servizi, mentre ci si attende che il settore delle costruzioni mostri una dinamica più contenuta (cfr. riquadro 7).

Riquadro 7

LA CRESCITA DEL VALORE AGGIUNTO PER SETTORE NELL'AREA DELL'EURO E L'INDICE DEI RESPONSABILI DEGLI ACQUISTI

Informazioni tempestive e accurate sulla crescita del valore aggiunto in termini reali per settore sono importanti per valutare le determinanti della crescita economica per singolo comparto in tempo reale. Tuttavia, i dati di contabilità nazionale sul valore aggiunto reale sono disponibili solo con un certo ritardo. Il ritardo di segnalazione è pari a circa due mesi dalla fine del periodo di riferimento e, quindi, i dati sono pubblicati solitamente due settimane dopo la stima preliminare del PIL in termini reali. Il presente riquadro verte sul valore aggiunto lordo, ossia il PIL al netto delle imposte sui prodotti più i contributi alla produzione. A differenza del PIL, il valore aggiunto lordo può essere scomposto per settore economico. Il riquadro prende in esame il ricorso alle indagini e, più specificatamente, alle informazioni sulle condizioni dell'attività economica fornite dall'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per determinare la crescita corrente del valore aggiunto lordo reale a livello di settore. I dati dell'indagine PMI sono pubblicati subito dopo il periodo di riferimento.

Le indagini qualitative: il PMI

Gli indicatori delle indagini congiunturali sono tenuti sotto stretta osservazione in quanto possono fornire segnali mensili aggiornati e spesso unici degli andamenti economici correnti. Una caratteristica del PMI è che, a differenza dei risultati delle indagini pubblicati dalla Commissione europea, la sua interpretazione è immediata grazie alla soglia pari a 50 che indica l'“assenza” teorica di variazioni¹⁾; l'indicatore ha, inoltre, una copertura molto ampia a livello mondiale.

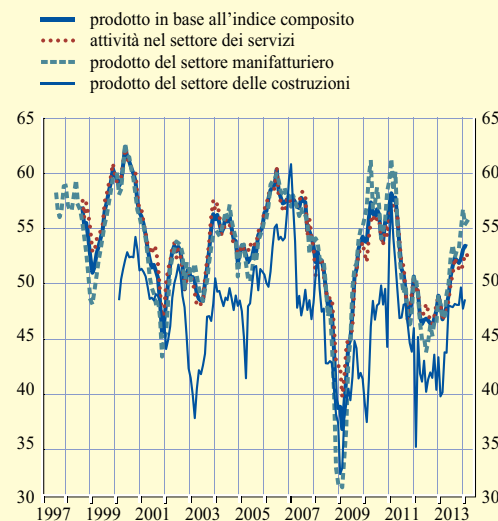
Per quanto concerne la crescita corrente del valore aggiunto per singolo settore, ossia per i comparti dei servizi, manifatturiero e delle costruzioni, sono particolarmente rilevanti le risposte dei responsabili degli acquisti al questionario dell'indagine PMI sulle condizioni dell'attività economica con riferimento al mese precedente. Le imprese dei servizi appartenenti al settore privato rispondono sull'attività, mentre le imprese del settore manifatturiero e delle costruzioni sul prodotto; i partecipanti dichiarano se hanno osservato un miglioramento, nessuna variazione o un peggioramento. Gli indici PMI relativi al prodotto misurano la diffusione delle variazioni del prodotto tra le imprese ma non se queste siano state di notevole o modesta entità, data la natura qualitativa delle indagini PMI.

Markit, la società di informazione finanziaria che compila le indagini PMI per i paesi dell'area dell'euro, pubblica anche un indice composito relativo al prodotto, sulla base dell'indice relativo all'attività nei servizi (che nel 2013 rappresentava circa il 40 per cento del valore aggiunto lordo dell'area dell'euro) e dell'indice relativo al prodotto nel settore manifatturiero (che nel 2013 rappresentava circa il 15 per cento del valore aggiunto lordo dell'area dell'euro). Il PMI composito relativo al prodotto non comprende gli andamenti dell'industria non manifatturiera, delle costruzioni, del commercio (al dettaglio e all'ingrosso) e dei servizi del settore pubblico. Oltre ai quattro indici PMI menzionati, Markit pubblica anche un PMI dei beni al dettaglio per il relativo settore nell'area dell'euro.

La figura A, in cui sono riportate le serie del PMI riguardanti il prodotto o l'attività per l'area dell'euro, mostra che l'indice dell'attività nei servizi e quello del prodotto nel settore manifatturiero evolvono generalmente in parallelo e seguono un profilo simile a quello dell'indice composito relativo al prodotto. Le principali eccezioni si verificano in occasione di rallentamenti pronunciati, quando il prodot-

Figura A Indice dei responsabili degli acquisti per l'area dell'euro

(indice di diffusione; dati destagionalizzati)



Fonte: Markit.

Nota: un valore pari a 50 indica “assenza di variazioni” rispetto al mese precedente.

1) Per evidenze empiriche nell'area dell'euro sull'utilità del PMI per prevedere la crescita corrente del prodotto, cfr. tra gli altri Lombardi, M. J. e Maier, P., “Forecasting economic growth in the euro area during the Great Moderation and the Great Recession”, *Working Paper Series*, n. 1379, BCE, settembre 2011 e, per l'utilità delle indagini della Commissione europea, cfr. Raffinot, T., “A monthly indicator of GDP for Euro-Area based on business surveys”, *Applied Economics Letters*, vol. 14, n. 4, maggio 2007, pagg. 267-270. Per un raffronto tra l'indice composito PMI relativo al prodotto nonché l'indicatore del clima economico della Commissione europea, da un lato, e la crescita corrente sul trimestre precedente del PIL in termini reali nell'area dell'euro, dall'altro, cfr. la figura 26 nella sezione 4.

to del settore manifatturiero in base al PMI scende più dell'attività nel comparto dei servizi rilevata dal PMI. Il PMI relativo al prodotto delle costruzioni mostra un andamento più differenziato.

La crescita del valore aggiunto in termini reali

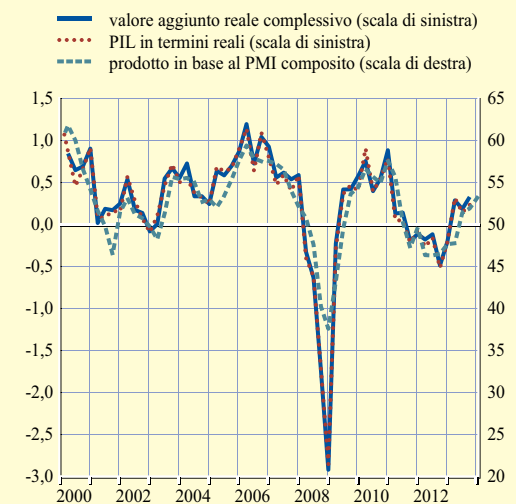
Per collegare la crescita sul trimestre precedente del valore aggiunto reale per singolo settore al rispettivo PMI è utile considerare la media trimestrale del PMI mensile. Una media trimestrale semplice produce risultati altrettanto validi, sotto il profilo empirico, di una media trimestrale teoricamente più corretta che tiene conto del fatto che gli indici PMI relativi al prodotto misurano le variazioni del prodotto rispetto al mese precedente e, quindi, rilevano le variazioni su base mensile anziché trimestrale²⁾.

Le figure da B a E mostrano la crescita del valore aggiunto lordo reale unitamente al PMI composto riguardante il prodotto e al rispettivo PMI per i settori dei servizi, manifatturiero e delle costruzioni. Gli assi delle ordinate nelle quattro figure sono diversi, a riprova della diversa ciclicità dei settori. La crescita del valore aggiunto nei servizi è relativamente aciclica e, data la sua importanza, determina in ampia misura il profilo di crescita del valore aggiunto complessivo. Il settore manifatturiero è altamente ciclico e le costruzioni si collocano tra questi due estremi.

La figura B mostra che il PMI trimestrale composto relativo al prodotto ricalca in maniera generalmente affidabile la crescita corrente sul trimestre precedente del valore aggiunto reale; la principale eccezione è rappresentata dal brusco crollo nel primo trimestre del 2009³⁾. A fini comparativi, si riporta anche la crescita del PIL in termini reali, poiché possono sussistere differenze fra i due tassi di crescita⁴⁾. È importante tenere presente che il valore aggiunto e il PIL in termini reali sono soggetti a revisioni nel tempo, circostanza che invece non si verifica in genere nel caso dei dati tratti dalle indagini. Tali revisioni solitamente non sono trascurabili. Ad esempio, la revisione assoluta media (dati più recenti a fronte della stima preliminare) della crescita sul trimestre precedente del PIL in termini reali tra il primo

Figura B Valore aggiunto lordo reale, PIL in termini reali e prodotto in base al PMI composto

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; media trimestrale dell'indice di diffusione mensile)



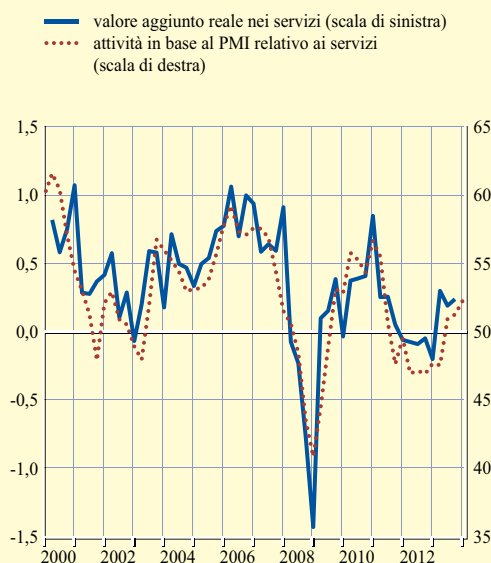
Fonti: Eurostat e Markit.

Nota: la rilevazione per il 1° trimestre del 2014 si basa sulla stima rapida dell'Eurostat per marzo.

- 2) Una media semplice considera 1/3 per ciascun mese del trimestre. Lo schema di ponderazione per una media teoricamente corretta corrisponde a 1/9, 2/9, 3/9, 2/9, 1/9 rispettivamente per il secondo e terzo mese del trimestre precedente e per il primo, secondo e terzo mese del trimestre corrente.
- 3) Per una descrizione dettagliata dell'affidabilità delle indagini fino a settembre 2008, compreso un raffronto con periodi precedenti di turbolenze finanziarie, cfr. il riquadro *L'affidabilità dei dati delle indagini nei periodi di turbolenza finanziaria* nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino.
- 4) Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *Origini delle discordanze fra la crescita del PIL e quella del valore aggiunto lordo* nel numero di dicembre 2003 di questo Bollettino.

Figura C Valore aggiunto reale nei servizi e attività in base al PMI relativo ai servizi

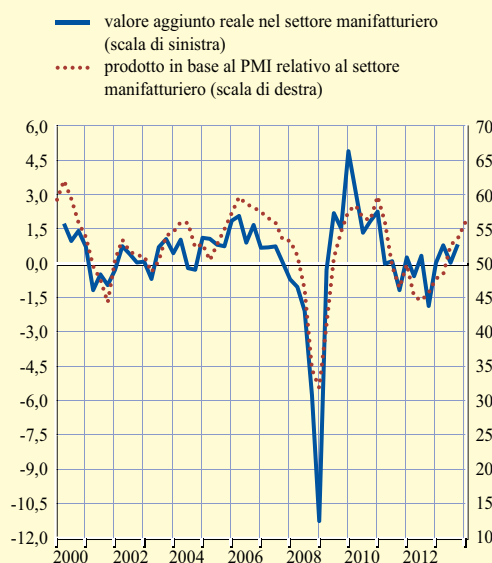
(variazioni percentuali sul trimestre precedente; media trimestrale dell'indice di diffusione mensile)



Fonti: Eurostat e Markit.
Nota: la rilevazione per il 1° trimestre del 2014 si basa sulla stima rapida dell'Eurostat per marzo.

Figura D Valore aggiunto reale nel settore manifatturiero e prodotto in base al PMI relativo al settore manifatturiero

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; media trimestrale dell'indice di diffusione mensile)



Fonti: Eurostat e Markit.

trimestre del 2003 e l'ultimo del 2010 è pari a 0,2 punti percentuali nell'area dell'euro⁵⁾. Per il primo trimestre del 2014, il PMI composito relativo al prodotto indica un ritmo di espansione sostanzialmente simile a quello osservato nel trimestre precedente, segnando il quarto trimestre consecutivo di crescita positiva del valore aggiunto reale complessivo. Sia i servizi (figura C) sia il settore manifatturiero (figura D) contribuiscono a questa dinamica favorevole. Il PMI relativo all'attività nei servizi mostra per il primo trimestre di quest'anno un'espansione del valore aggiunto in tale comparto simile a quella del trimestre precedente. Un'ulteriore crescita del valore aggiunto reale nel primo trimestre è indicata anche dal PMI relativo al prodotto del settore manifatturiero. Quanto al comparto delle costruzioni, il relativo PMI suggerisce una crescita del valore aggiunto reale lievemente negativa per il primo trimestre di quest'anno (figura E). Tuttavia, l'andamento del valore aggiunto in questo settore è relativamente erratico, in parte a causa della sua sensibilità alle condizioni meteorologiche.

Se si analizzano gli indici PMI relativi alla crescita corrente del valore aggiunto per singolo settore, i risultati per il prodotto del comparto delle costruzioni segnalato dal PMI, sebbene altamente informativi, sono relativamente modesti rispetto al prodotto del settore manifatturiero e all'attività nei servizi indicati dal PMI. Ciò è riconducibile alla variabilità della crescita del valore aggiunto nel settore in questione e alla copertura del PMI a livello dell'area dell'euro. Il PMI per il comparto delle costruzioni nell'area dell'euro copre Germania, Francia e Italia; il PMI per i servizi dell'area dell'euro include inoltre Spagna e Irlanda; infine, il PMI per il setto-

5) Cfr. BCE, *Revision fact sheets on the reliability of first estimates for GDP and expenditure components in the euro area*, febbraio 2012 (disponibile su richiesta).

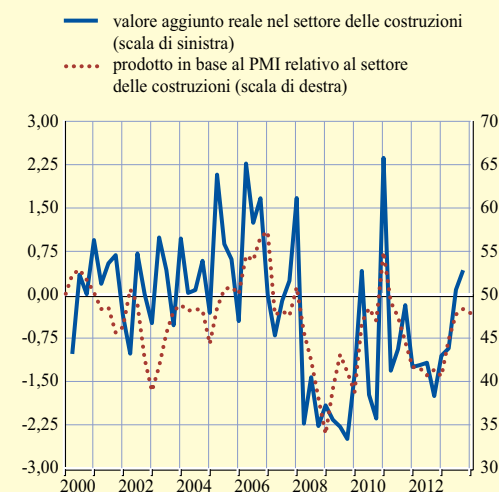
re manifatturiero dell'area dell'euro comprende in aggiunta Austria, Grecia e Paesi Bassi.

In sintesi, gli indici PMI relativi al prodotto e all'attività risultano utili per tracciare l'andamento del valore aggiunto in termini reali e fornire informazioni preziose per valutare le determinanti dell'espansione economica per singolo settore. Per il primo trimestre dell'anno in corso il PMI composito relativo al prodotto suggerisce un ritmo di crescita sostanzialmente simile a quello osservato nell'ultimo trimestre del 2013: segna pertanto il quarto trimestre consecutivo di crescita positiva del valore aggiunto reale complessivo e indica il perdurare della ripresa. A livello settoriale, le rilevazioni più recenti degli indici PMI segnalano che la crescita del valore aggiunto reale dell'area dell'euro è massima nel settore manifatturiero, seguito dai servizi, mentre il comparto delle costruzioni mostra un certo ritardo.

Quanto all'andamento nel primo trimestre del 2014, in gennaio la produzione nel settore industriale (al netto delle costruzioni) è diminuita dello 0,2 per cento sul mese precedente. Ciò nonostante, si è collocata su un livello superiore dello 0,1 per cento alla media del quarto trimestre. Si tratta di un avvio del primo trimestre relativamente debole se confrontato all'aumento congiunturale dello 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2013 (cfr. figura 28). Al contempo, l'indicatore della BCE sui nuovi ordini industriali nell'area dell'euro (al netto dei mezzi di trasporto pesante) è salito in gennaio dello 0,9 per cento su base mensile, dopo un andamento piatto nel mese precedente. Il livello degli ordini si è pertanto collocato su un livello superiore dell'1,5 per cento a quello del quarto trimestre quando era aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente. Gli esiti delle indagini, disponibili fino a marzo, indicano un'ulteriore espansione del prodotto nel settore industriale nel primo trimestre (cfr. figura 29). Infatti, il PMI relativo al prodotto nel settore manifatturiero è ulteriormente aumentato tra l'ultimo trimestre del 2013 e il primo trimestre di quest'anno.

Figura E Valore aggiunto reale nel settore delle costruzioni e prodotto in base al PMI relativo al settore delle costruzioni

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; media trimestrale dell'indice di diffusione mensile)

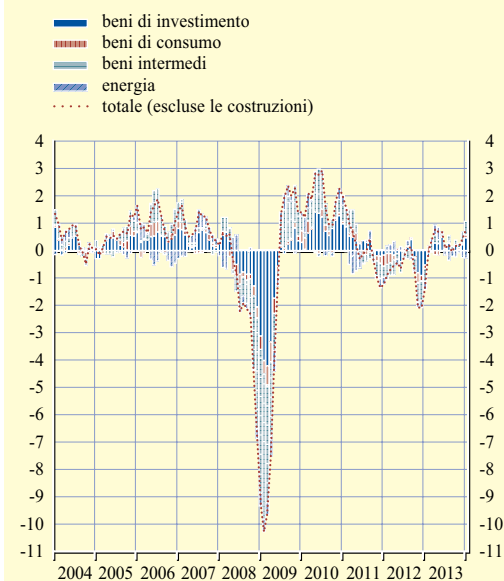


Fonti: Eurostat e Markit.

Nota: la rilevazione per il 1° trimestre del 2014 si basa su gennaio e febbraio.

Figura 28 Crescita della produzione industriale e contributi

(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono calcolati come variazioni di medie mobili di tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti.

In gennaio la produzione nel settore delle costruzioni è nuovamente cresciuta, impartendo così uno slancio positivo al primo trimestre dell'anno. Tuttavia, i risultati delle indagini più recenti rimangono modesti, indicando quindi una perdurante debolezza in questo comparto e una contenuta dinamica di fondo della crescita.

L'indice PMI sui servizi alle imprese, nonostante il lieve calo di marzo, è aumentato tra il quarto trimestre del 2013 e il primo del 2014. L'indice, che ha registrato una media di 52,2 nel primo trimestre, è quindi coerente con una nuova lieve espansione del prodotto nel comparto dei servizi nello stesso periodo. Altre indagini presso le imprese, ad esempio quelle della Commissione europea, presentano un quadro analogo.

4.3 MERCATO DEL LAVORO

I mercati del lavoro, entrati in un periodo di stabilità nella primavera del 2013, hanno iniziato ora a mostrare i primi segni di miglioramento. Ciò è in linea con il consueto ritardo della loro risposta ai miglioramenti dell'attività economica. L'occupazione, rimasta stabile nel secondo e terzo trimestre del 2013, ha segnato un lieve incremento sul periodo precedente nell'ultimo trimestre dell'anno. Allo stesso tempo, i dati più recenti suggeriscono che il tasso di disoccupazione si è stabilizzato su un livello elevato. I dati delle indagini campionarie hanno registrato un ulteriore miglioramento, ma indicano nondimeno un rafforzamento solo graduale dei mercati del lavoro nel prossimo futuro.

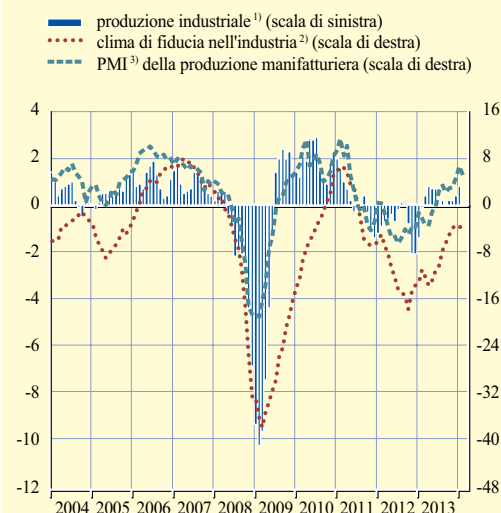
Nell'ultimo trimestre del 2013 l'occupazione nell'area dell'euro è aumentata dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo due trimestri di crescita nulla (cfr. tavola 9). Questa ultima evoluzione segnala quindi con chiarezza la fine del precedente prolungato periodo di perdita di posti di lavoro. Al contempo, le ore lavorate hanno registrato una crescita nulla negli ultimi due trimestri del 2013. A livello settoriale, i dati più recenti per l'occupazione complessiva e le ore lavorate segnalano la crescita dell'occupazione nel settore dei servizi, compensata in parte da protratte perdite di posti di lavoro nei settori industriale e agricolo. Il miglioramento dei risultati delle indagini campionarie confermano il quadro di un modesto rafforzamento dei mercati del lavoro nel primo trimestre del 2014 (cfr. figura 30).

Nel quarto trimestre del 2013 la produttività per occupato è ulteriormente aumentata dello 0,9 per cento su base annuale, registrando quindi tassi di crescita positivi per tre trimestri consecutivi (cfr. figura 31). L'ultimo incremento è stato generalizzato tra i settori, ma il maggiore rafforzamento è stato osservato nel comparto industriale. Al contempo, il tasso di crescita annuale della produttività per ora lavorata è salito di 0,1 punti percentuali allo 0,8 per cento tra il terzo e il quarto trimestre. L'indice PMI di produttività suggerisce il perdurare della dinamica positiva nel primo trimestre di quest'anno.

Il tasso di disoccupazione, sceso nell'ultimo trimestre del 2013 per la prima volta dal primo trimestre del 2011, è rimasto stabile all'11,9 per cento tra ottobre 2013 e febbraio 2014. Tuttavia, tale

Figura 29 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese industriali e PMI della produzione manifatturiera

(dati mensili; destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE.
Nota: le serie qualitative si riferiscono al settore manifatturiero.
1) Variazioni percentuali sui tre mesi precedenti.
2) Saldi percentuali.
3) Purchasing Managers' Index; scostamenti dal valore 50.

Tavola 9 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2012	2013	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2012	2013	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.
Totale economia	-0,6	-0,8	0,0	0,0	0,1	-1,4	-1,1	0,6	0,0	0,0
<i>di cui:</i>										
Agricoltura e pesca	-1,9	-1,6	1,6	-0,5	-0,5	-2,9	-1,0	0,8	-0,4	-0,6
Industria	-2,1	-2,3	-0,6	-0,4	-0,2	-3,3	-2,4	1,0	-0,3	-0,4
Escluse le costruzioni	-0,9	-1,4	-0,4	-0,4	-0,1	-2,0	-1,2	1,2	-0,1	-0,3
Costruzioni	-4,7	-4,5	-1,0	-0,4	-0,4	-6,1	-4,9	0,5	-0,6	-0,7
Servizi	-0,1	-0,4	0,0	0,1	0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,1	0,1
Commercio e trasporti	-0,8	-0,8	0,1	-0,1	0,2	-1,6	-1,3	0,6	0,1	0,0
Informatica e comunicazione	1,2	0,3	0,1	0,0	0,5	0,6	0,0	0,5	-0,4	0,6
Finanziari e alle imprese	-0,4	-0,8	-0,2	0,0	0,0	-0,9	-0,9	0,3	0,0	-0,1
Attività Immobiliari	-0,4	-1,7	0,1	0,7	-0,9	-1,2	-2,3	0,4	-0,4	-0,7
Servizi Professionali	0,7	0,3	0,3	0,7	0,2	0,5	0,0	0,7	0,6	0,0
Amministrazione pubblica	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,3	-0,5	-0,5	0,4	0,1	0,6
Altri servizi ¹⁾	0,6	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,6	0,5	0,0	-0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

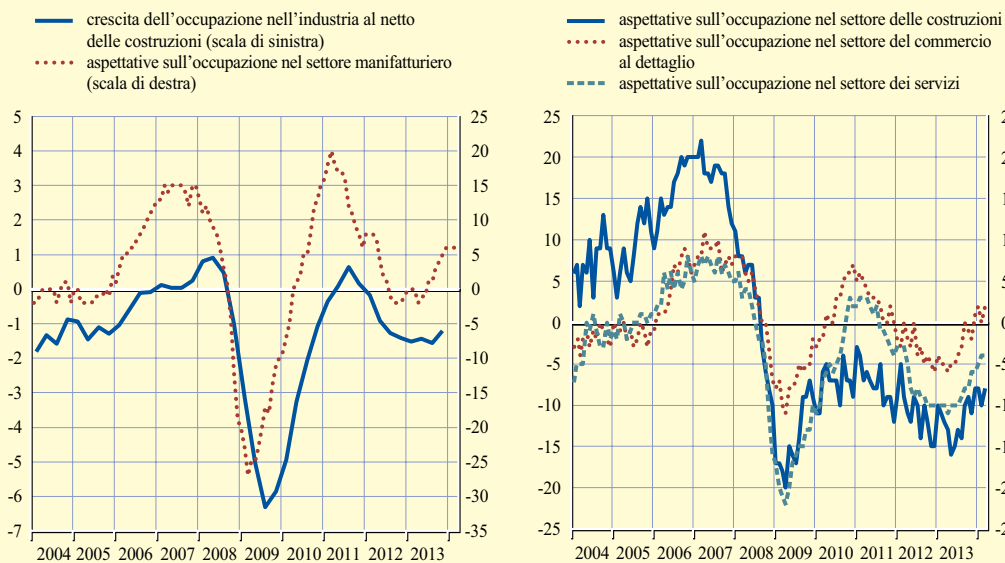
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

1) Comprende anche servizi domestici, attività artistiche e attività delle organizzazioni extraterritoriali.

recente periodo di stabilità cela una flessione nel numero di disoccupati, che suggerisce che il tasso di disoccupazione abbia superato il suo punto di massimo. La graduale normalizzazione dei mercati del lavoro è persino più evidente se si considera la variazione sul periodo corrispondente del tasso

Figura 30 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali; dati destagionalizzati)

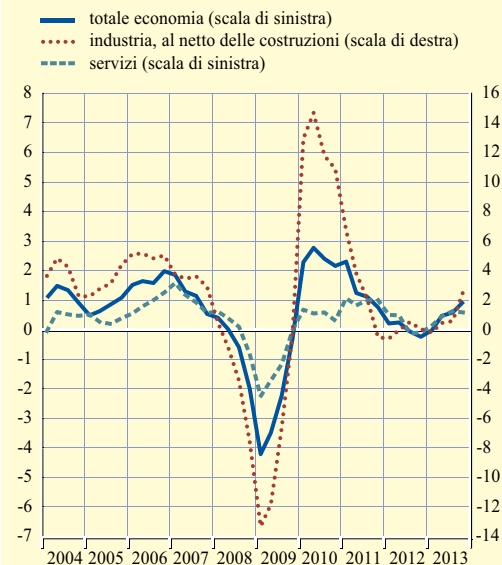


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18. I saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

Figura 31 Produttività del lavoro per occupato

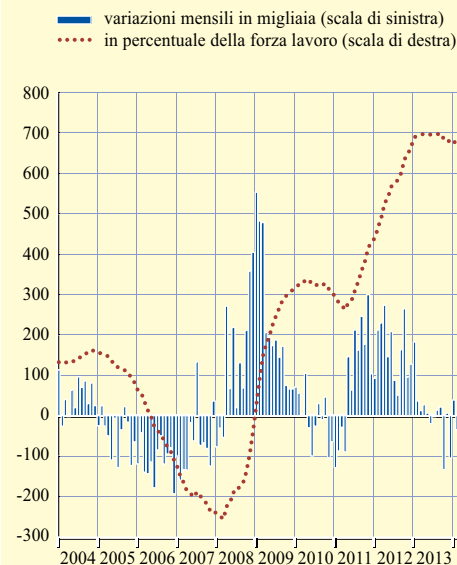
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

Figura 32 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

di disoccupazione, che ha seguito un andamento calante dall'estate del 2012. Nondimeno, l'ultima rilevazione è superiore di 4,7 punti percentuali rispetto al minimo registrato a marzo 2008, prima dell'inizio della crisi finanziaria (cfr. figura 32).

4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

I dati delle indagini relative al primo trimestre di quest'anno sono coerenti con il protrarsi di una moderata espansione, a conferma delle precedenti attese di una ripresa in corso sempre più favorita da una domanda interna più robusta. In prospettiva, la domanda interna dovrebbe consolidarsi ulteriormente, sorretta dall'orientamento accomodante di politica monetaria, dalla progressiva trasmissione all'economia reale del miglioramento in atto nelle condizioni di finanziamento, nonché dai progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali. Inoltre, i redditi reali beneficiano della moderata dinamica dei prezzi e, in particolare, della diminuzione dei prezzi dell'energia. Ci si attende altresì che l'attività economica sia favorita da un graduale rafforzamento della domanda di esportazioni dell'area dell'euro. Al contempo, sebbene i mercati del lavoro abbiano mostrato i primi segni di miglioramento, la disoccupazione nell'area rimane elevata e, nel complesso, la capacità produttiva inutilizzata è consistente. Inoltre, i necessari aggiustamenti nei bilanci dei settori pubblico e privato continueranno a gravare sul ritmo della ripresa economica.

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro rimangono orientati al ribasso. Gli andamenti nei mercati finanziari mondiali e nelle economie emergenti, nonché i rischi geopolitici, potrebbero influenzare negativamente le condizioni economiche. Altri rischi al ribasso riguardano una domanda interna inferiore alle attese e un'attuazione insufficiente delle riforme strutturali nei paesi dell'area dell'euro, nonché una crescita delle esportazioni più moderata.



LA FORWARD GUIDANCE DELLA BCE

Da luglio 2013 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) fornisce indicazioni prospettiche (forward guidance) sull'evoluzione futura dei tassi di interesse di riferimento della BCE in base alle prospettive per la stabilità dei prezzi. Il presente articolo esamina le motivazioni principali per la comunicazione dell'indirizzo monetario futuro e le diverse forme di forward guidance adottate dalle banche centrali, per poi illustrare quella in uso presso la BCE e valutarne l'impatto. Nell'insieme, le indicazioni prospettiche della BCE intendono chiarire la valutazione del Consiglio direttivo riguardo alle prospettive per l'inflazione nell'area dell'euro e la strategia di politica monetaria basata su tale valutazione. L'evidenza sta a indicare che hanno permesso finora alla BCE di offrire, come desiderato, maggiore chiarezza sull'orientamento monetario condizionale del Consiglio direttivo.

I INTRODUZIONE

Dopo la riunione del 4 luglio 2013 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato che “si attende che i tassi di interesse di riferimento della BCE rimangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo. Tale aspettativa si fonda su prospettive di inflazione nel complesso moderate estese al medio termine, tenuto conto della debolezza generalizzata dell'economia e della dinamica monetaria contenuta”. Queste dichiarazioni condizionali sul corso futuro dei tassi di interesse di riferimento vanno spesso sotto il nome di forward guidance. La BCE ha mantenuto da allora la sua forward guidance, che il Consiglio direttivo ha ribadito “con fermezza” a gennaio e febbraio 2014 e ha rafforzato in termini di formulazione il 6 marzo 2014 delineando più precisamente le condizioni per una politica di tassi di interesse bassi.

La decisione di fornire indicazioni prospettiche rappresenta un cambiamento sostanziale nella comunicazione della BCE sulla politica monetaria, che adesso esplicita non solo come il Consiglio direttivo valuta le condizioni economiche correnti e i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo ma anche cosa questa valutazione comporta per l'orientamento monetario futuro della BCE.

Nell'affrontare le conseguenze macroeconomiche della crisi finanziaria mondiale, diverse banche centrali – al pari della BCE – hanno rilasciato dichiarazioni esplicite sull'andamento futuro della politica monetaria. La diffusione di questa prassi tra le banche centrali dagli inizi della crisi solleva diversi interrogativi. A quale logica risponde la forward guidance? Come viene fornita nella pratica? Cosa ha indotto la BCE a utilizzarla e in quale forma? Infine, nel caso della BCE, è servita allo scopo previsto?

Per rispondere a tutti questi interrogativi, il presente articolo passa in rassegna le motivazioni alla base della scelta di fornire indicazioni prospettiche e i vari approcci adottati dalle diverse banche centrali (seconda sezione) e poi discute più nello specifico la logica e l'efficacia della forward guidance della BCE (terza sezione). La quarta sezione conclude.

2 CONSIDERAZIONI GENERALI SULLA FORWARD GUIDANCE

Gli effetti della politica monetaria sull'economia dipendono non solo dai tassi di interesse a brevissimo termine, che la politica monetaria può controllare con una certa precisione, ma anche dalle aspettative del pubblico circa l'evoluzione futura di tali tassi. Queste aspettative sono importanti perché incidono su decisioni economiche di rilievo quali gli investimenti e i consumi

durevoli e quindi indirettamente sull'occupazione, la produzione e la formazione dei prezzi¹⁾. Di conseguenza, influenzando sulle attese riguardanti l'evoluzione futura dei tassi di interesse a breve termine e – per il tramite di questo canale – sui tassi di interesse per le scadenze su orizzonti di durata intermedia, una banca centrale può assicurarsi che il proprio orientamento monetario sia trasmesso all'economia nel suo insieme²⁾.

2.1 IL RUOLO DELLA COMUNICAZIONE DI BANCA CENTRALE

L'efficacia di una banca centrale nell'indirizzare le aspettative circa il futuro corso della politica monetaria dipende in misura rilevante dalla chiarezza in merito sia al proprio obiettivo sia alla strategia monetaria adottata per raggiungerlo, e questo per due ragioni. In primo luogo, una chiara comunicazione dell'obiettivo e della strategia della banca centrale rende più trasparente ed esplicita la funzione di reazione di quest'ultima e ciò promuove una più ampia e profonda comprensione della prevedibile reazione della stessa all'evolversi delle condizioni economiche e dei rischi per la stabilità dei prezzi. Assieme alle dichiarazioni della banca centrale e alla pubblicazione periodica delle sue proiezioni economiche, una migliore comprensione della funzione di reazione accresce la prevedibilità complessiva della politica monetaria e l'efficacia della banca centrale nell'assolvimento del suo mandato³⁾. In secondo luogo, l'obiettivo di inflazione funge da ancora per le aspettative di inflazione a più lungo termine del pubblico. Queste ultime costituiscono una componente importante delle attese degli operatori riguardo ai tassi di interesse reali, che sono a loro volta parametri fondamentali delle decisioni di natura economica.

In circostanze normali, una banca centrale che illustri i vari fattori alla base di una determinata decisione fornisce al pubblico informazioni di norma sufficienti ad anticipare correttamente le scelte monetarie di breve periodo tenendo conto dell'evolversi del contesto economico e dell'impatto probabile dello stesso sulla decisione di policy. In condizioni normali, il pubblico può dedurre l'orientamento monetario della banca centrale ricavando dalle regolarità storiche il profilo sistematico con cui la banca reagisce agli andamenti economici per raggiungere il proprio obiettivo⁴⁾. L'offerta di segnali più diretti circa l'evoluzione futura a breve termine del tasso di riferimento fa tuttavia parte da tempo degli strumenti di policy ed è stata utilizzata occasionalmente prima della crisi finanziaria. Tale utilizzo era però di portata limitata e principalmente circoscritto alle situazioni nelle quali la banca centrale intendeva ridurre al minimo l'impatto di un'imminente decisione di politica monetaria sui mercati finanziari. Costituisce un'eccezione in tale contesto la prassi di pubblicare periodicamente le proiezioni sull'evoluzione futura del tasso ufficiale, adottata ben prima della crisi da diverse banche centrali e in particolare dalla Reserve Bank of New Zealand nel 1997 e dalla Norges Bank e dalla Sveriges Riksbank in un momento successivo. Pur presentando molti elementi in comune con la forward guidance fornita durante

- 1) Per approfondimenti sul ruolo delle aspettative nella conduzione della politica monetaria, cfr. Woodford, M., *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, 2003. Per riscontri sul ruolo dell'andamento futuro della politica monetaria, cfr. Gürkaynak, R.S., Sack, B. e Swanson, E., "Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements", *International Journal of Central Banking*, vol. 1(1), maggio 2005, pagg. 52-93.
- 2) Il controllo della politica monetaria sui tassi di interesse a termine è limitato nel senso che, per gli orizzonti più lunghi, i tassi di interesse reali dipendono in misura preponderante da fattori reali e in particolare dal tasso di crescita potenziale. Cfr. Bernanke, B., "Long-Term Interest Rates", discorso tenuto alla Annual Monetary/Macroeconomics Conference presso la Federal Reserve Bank of San Francisco il 1° marzo 2013.
- 3) In questo contesto, la prevedibilità si riferisce a un periodo più lungo e non alle imminenti decisioni di politica monetaria; cfr. l'articolo *La prevedibilità della politica monetaria della BCE* nel numero di gennaio 2006 di questo Bollettino.
- 4) La cosiddetta regola di Taylor è un esempio in cui le aspettative sui tassi di riferimento si basano sulla reazione sistematica all'inflazione e all'output gap; cfr. Taylor, J.B., "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, 1993, pagg. 195-214.

la crisi, detta prassi rappresentava di fatto un esercizio di maggiore apertura e trasparenza riguardo all'analisi interna e alla valutazione di policy delle banche centrali ⁵⁾.

La crisi finanziaria, che ha comportato profonde tensioni a livello sia finanziario sia economico, ha reso la comunicazione condizionale delle banche centrali riguardo al corso futuro del tasso ufficiale uno strumento ulteriore di gestione delle crisi. Nei periodi di accresciuta incertezza riguardo alle prospettive economiche, tale strumento può aiutare gli investitori a orientare le proprie scelte di portafoglio e assicurare di conseguenza una trasmissione più ordinata dello stimolo della politica monetaria attraverso i prezzi delle attività finanziarie ⁶⁾. Il margine per la comunicazione sul tasso di riferimento è maggiore negli episodi di grave crisi finanziaria, sia perché tali situazioni sono rare e lo spazio per manovre effettive di politica monetaria è limitato (in quanto il livello del tasso è già molto basso) sia perché gli operatori economici possono incontrare maggiori difficoltà nel desumere la probabile evoluzione futura dei tassi ufficiali dalle regolarità storiche. Se non viene affrontata con una comunicazione più specifica, questa incertezza potrebbe determinare una generale rivalutazione delle attività, revisioni delle scelte economiche e un impatto negativo sulle prospettive per l'economia.

2.2 MOTIVAZIONI PRINCIPALI DELLA FORWARD GUIDANCE E CONSIDERAZIONI SOTTOSTANTI

Le banche centrali hanno fatto crescente ricorso a una comunicazione verbale più specifica e sistematica delle proprie intenzioni future in materia di politica monetaria, o forward guidance, durante la crisi. Ciò è avvenuto poiché alcune di loro hanno indirizzato i tassi di riferimento verso livelli molto bassi e hanno dovuto fornire uno stimolo monetario ulteriore o hanno inteso preservare il grado esistente di accomodamento per far fronte alla maggiore volatilità nei mercati finanziari ⁷⁾.

La forward guidance può avere un duplice scopo. Il primo è quello di accrescere il grado di accomodamento monetario quando il tasso ufficiale raggiunge il limite inferiore e non può essere ridotto ulteriormente, comunicando l'intenzione della banca centrale di mantenere il tasso di riferimento su livelli contenuti per qualche tempo e per un periodo superiore a quello inizialmente atteso dal pubblico ⁸⁾. L'informazione fornita dalla banca centrale sulla notevole improbabilità di un aumento del tasso ufficiale per qualche tempo influisce sulle aspettative degli investitori riguardo all'evoluzione futura dei tassi a breve termine e, tramite questo canale, esercita pressioni al ribasso sui tassi a più lungo termine. Essa contribuisce di fatto a estrarre il rischio di duration dal mercato assicurando agli investitori che il rischio di tasso di interesse implicito nella detenzione di titoli a reddito fisso a lunga scadenza è ridotto. Questa consapevolezza favorisce la ricomposizione dei portafogli a favore delle attività a più lungo termine e la compressione dei rendimenti di lungo periodo.

- 5) Ad esempio, la Sveriges Riksbank ha spiegato che la pubblicazione dell'andamento della politica monetaria era volta ad accrescere l'apertura e la trasparenza e a promuovere l'efficacia, la credibilità e la responsabilità per il proprio operato. Per maggiori dettagli sulla logica alla base della comunicazione della Sveriges Riksbank, cfr. il sito Internet della banca all'indirizzo: <http://www.riksbank.se/en/Monetary-policy/Forecasts-and-interest-rate-decisions/Communication/>. Cfr. anche <http://www.norges-bank.no/en/price-stability/monetary-policy-in-norway/communication-of-the-interest-rate-decision/> e http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/monetary_policy_statement/
- 6) Sull'importanza della comunicazione per la politica monetaria, cfr. Woodford, M., "Central-Bank Communication and Policy Effectiveness", documento presentato al simposio della Federal Reserve Bank di Kansas City, "The Greenspan Era: Lessons for the Future", agosto 2005. Cfr. anche Issing, O., "Communication, transparency, accountability: monetary policy in the twenty-first century", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 87(2, part 1), 2005, pagg. 65-83.
- 7) Il limite inferiore per i tassi di interesse - o limite inferiore effettivo - è definito di norma come un tasso di riferimento pari a zero, anche se è ampiamente riconosciuto che il limite inferiore tecnico può essere altresì costituito da un tasso lievemente negativo.
- 8) Cfr. Eggertsson, G.B. e Woodford, M., "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy," *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 34(1), 2003. Cfr. anche Bernanke, B., Reinhart, V.R. e Sack, B.P., "Monetary Policy Alternatives at the Zero Lower Bound: An Empirical Assessment", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 35(2), 2004.

Il secondo scopo possibile della forward guidance, vale a dire dell'offerta di informazioni più esplicite sull'evoluzione futura dei tassi di interesse ufficiali in base alle condizioni economiche, è quello di evitare che la volatilità (in particolare dei tassi di interesse) nei mercati influisca sulla politica monetaria orientandola verso direzioni indesiderate e ostacolando la trasmissione del grado di accomodamento esistente. La minore incertezza in merito ai tassi di interesse migliorerà a sua volta la pianificazione delle scelte economiche correnti e future degli operatori privati.

2.3 FORME DI FORWARD GUIDANCE

La forward guidance è stata declinata in modi diversi nelle varie banche centrali che hanno scelto di adottarla⁹⁾. Una sua caratteristica importante è costituita dalla condizionalità, che rende più credibile l'orientamento della banca centrale. In teoria, nella modellizzazione della forward guidance prevista nella letteratura accademica la banca centrale comunica l'impegno a mantenere i tassi di interesse su livelli bassi per un certo periodo di tempo¹⁰⁾. In pratica, invece di impegnare la banca centrale in modo incondizionato a seguire un profilo specifico per i tassi di riferimento, esse sottolineano di norma come tale profilo si evolverà nel tempo in base allo stato dell'economia. La condizionalità rispecchia altresì l'incertezza della banca centrale riguardo alle prospettive economiche. Nel formulare le proprie indicazioni prospettive, una banca centrale deve trovare un equilibrio tra la necessità di fornire un messaggio chiaro e semplice e l'esigenza di trasmettere adeguatamente la complessità della sottostante valutazione di politica monetaria.

Le diverse forme di forward guidance possono essere fatte rientrare in quattro categorie.

- (1) La **forward guidance puramente qualitativa** non esplicita alcuna data finale o soglia numerica che offra informazioni circa il probabile corso futuro dei tassi di interesse ufficiali e non contiene alcun riferimento esplicito a una configurazione di condizioni sottostanti (anche riguardo agli obiettivi di politica monetaria) che giustificerebbe tale evoluzione. Ne costituiscono un esempio le indicazioni prospettive fornite dal Federal Reserve System nel 2003, quando ha affermato che "l'indirizzo accomodante della politica monetaria può essere mantenuto per un periodo considerevole". Dichiarazioni simili sono state rilasciate dalla Federal Reserve agli inizi della crisi nel periodo 2008-2009.
- (2) La **forward guidance qualitativa basata su una descrizione** integra le dichiarazioni qualitative sull'evoluzione probabile dei tassi di interesse di riferimento con una descrizione dell'insieme di condizioni macroeconomiche in presenza delle quali si prevede di mantenere l'orientamento monetario. Un esempio in tal senso è rappresentato dalla formulazione che la BCE ha adottato il 4 luglio 2013 e ha continuato a ripetere da allora. Questo tipo di forward guidance è stato utilizzato anche prima della crisi e in particolare ad aprile 1999 dalla Banca del Giappone, che in tale data ha dichiarato il suo impegno a perseguire una politica di tassi di interesse prossimi allo zero "fino a quando non si [fossero] dissipati i timori di deflazione"¹¹⁾.

9) Per una presentazione degli elementi della forward guidance, cfr. Contessi, S. e Li, L., "Forward Guidance 101B: A Roadmap of the International Experience", *Economic Synopses*, Federal Reserve Bank of St. Louis, vol. 28, 2013. Cfr. anche Contessi, S. e Li, L., "Forward Guidance 101A: A Roadmap of the US Experience", *Economic Synopses*, Federal Reserve Bank of St. Louis, vol. 25, 2013.

10) Cfr. Eggertsson, G.B. e Woodford, M., "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy," *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 34(1), 2003, pagg. 139-235. Cfr. anche Woodford, M. "Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound", presentato al simposio di Jackson Hole, agosto 2012.

11) Cfr. Bernanke, B., Reinhart, V.R. e Sack, B.P., "Monetary Policy Alternatives at the Zero Lower Bound: An Empirical Assessment", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 35(2), 2004.

- (3) La **forward guidance basata sul calendario** comporta l'assunzione di un impegno condizionato basato su una data esplicita dopo la quale si prevede una modifica dell'orientamento monetario. Essa è stata utilizzata ad esempio dalla Bank of Canada ad aprile 2009, quando ha dichiarato che "subordinatamente alle prospettive per l'inflazione, si può prevedere che l'obiettivo per il tasso sui depositi overnight resti sui livelli attuali fino al termine del secondo trimestre del 2010". Anche la Federal Reserve ha adottato questa forma di guidance nel 2011.
- (4) La **forward guidance basata sui risultati** prevede l'esplicitazione di condizioni o soglie numeriche che collegano gli interventi della banca centrale a una determinata serie di variabili economiche osservate o previste. La Federal Reserve, dopo avere utilizzato la forward guidance puramente qualitativa e quella basata sul calendario, è passata a fornire indicazioni prospettiche basate sui risultati comunicando soglie numeriche per la disoccupazione e l'inflazione a partire dalla fine del 2012. Anche la Bank of England ha seguito questa strada ad agosto 2013 comunicando un valore soglia numerico esplicito per la disoccupazione. Nell'insieme, la decisione di passare alla forward guidance basata sui risultati sembra riflettere il desiderio di chiarire come l'andamento futuro della politica monetaria sia influenzato dal mutare delle prospettive per l'economia e l'idea che tale scopo possa essere raggiunto attraverso un collegamento più diretto tra le indicazioni prospettiche e gli obiettivi economici della banca centrale¹²⁾.

3 LA FORWARD GUIDANCE DELLA BCE

3.1 OBIETTIVI PRINCIPALI

Il Consiglio direttivo della BCE ha introdotto la forward guidance il 4 luglio 2013, quando ha annunciato di attendersi che "i tassi di interesse di riferimento della BCE rimangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo"¹³⁾ e l'ha mantenuta da allora. A novembre 2013 ha ridotto ulteriormente i tassi di interesse, interamente in linea con le indicazioni prospettiche fornite in precedenza, a gennaio e febbraio 2014 ha "ribadito con fermezza" le sue indicazioni prospettiche e il 6 marzo 2014 ha spiegato che "tale aspettativa si fonda su prospettive di inflazione nel complesso moderate anche nel medio termine, tenuto conto della debolezza generalizzata dell'economia, dell'ampio margine di capacità produttiva inutilizzata e della moderata dinamica della moneta e del credito".

La decisione del Consiglio direttivo di iniziare a fornire indicazioni prospettiche è stata adottata in un momento in cui i tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro erano in crescita ed evidenziavano una maggiore volatilità. Questi tassi svolgono un ruolo cruciale nel determinare l'orientamento effettivo della politica monetaria poiché il mercato monetario costituisce proprio la prima fase della trasmissione delle decisioni di policy all'economia in generale. La loro accresciuta volatilità rispecchia il fatto che le aspettative riguardo all'evoluzione futura dei tassi di riferimento della BCE erano divenute eccessivamente sensibili a shock svincolati dalle condizioni economiche dell'area e più in particolare derivanti dall'evoluzione delle condizioni nei mercati finanziari e dalle relative incertezze. L'aumento del livello e della volatilità dei tassi del mercato monetario aveva di fatto provocato nell'insieme un inasprimento rispetto all'indirizzo di politica monetaria giusti-

12) Cfr. Bernanke, B., "Communication and Monetary Policy", discorso pronunciato al National Economists Club Annual Dinner, Herbert Stein Memorial Lecture, Washington D.C., 19 novembre 2013.

13) Cfr. anche Praet, P., "Forward Guidance and the ECB," disponibile all'indirizzo VoxEU.org, 6 agosto 2013.

ficato dalle prospettive per la stabilità dei prezzi e una rimozione dell'orientamento accomodante introdotto attraverso misure precedenti, quali in particolare la decisione di abbassare i tassi ufficiali adottata a maggio 2013.

Su questo sfondo la forward guidance della BCE si propone di fornire maggiore chiarezza in merito all'orientamento monetario del Consiglio direttivo basato sulla sua valutazione delle prospettive per la stabilità dei prezzi, accrescendo di conseguenza l'efficacia della politica monetaria nelle circostanze in essere. La decisione del Consiglio direttivo di fornire indicazioni prospettiche è stata dettata nello specifico dalla necessità di ancorare le attese degli operatori riguardo all'evoluzione futura dei tassi di interesse di riferimento della BCE più saldamente attorno a un profilo giustificato dalla valutazione di policy del Consiglio direttivo riguardo alle prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Un ancoraggio più saldo delle aspettative risultava particolarmente importante in un momento in cui i mercati tendevano a reagire in modo eccessivo a notizie economiche che erano svincolate dai fondamentali dell'area dell'euro o che semplicemente confermavano la valutazione del Consiglio direttivo sui rischi per la stabilità dei prezzi.

3.2 CARATTERISTICHE STRUTTURALI PRINCIPALI

La forward guidance della BCE è stata definita in base agli elementi descritti qui di seguito, tenendo conto dell'obiettivo e del quadro strategico della propria politica monetaria.

Il primo è che le attese del Consiglio direttivo riguardo ai tassi di interesse di riferimento si fondano su prospettive di inflazione moderata anche nel medio termine e questo è pienamente in linea sia con l'obiettivo primario della BCE di preservare la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro sia con la finalità del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Inoltre, la definizione quantitativa della stabilità dei prezzi offre una metrica chiara per la formazione delle aspettative riguardo ai tassi di interesse di riferimento della Banca.

Il secondo consiste nell'utilizzo dell'espressione "prolungato periodo di tempo" per designare un orizzonte flessibile che non ha né una data finale predeterminata né un collegamento con soglie quantitative esplicite e che dipende invece per la sua durata dalla valutazione del Consiglio direttivo circa le prospettive per la stabilità dei prezzi nell'orizzonte considerato, vale a dire a medio termine.

In terzo luogo, la forward guidance della BCE descrive anche le condizioni che sottendono alle attese del Consiglio direttivo riguardo ai tassi di interesse di riferimento e che riflettono l'approccio strategico della BCE alla valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi. La strategia di politica monetaria della BCE non esplicita indicatori specifici; si basa piuttosto su un quadro analitico diversificato, articolato e robusto, con la valutazione del Consiglio direttivo circa le prospettive per la stabilità dei prezzi che tiene conto di tutta una serie di variabili economiche e monetarie. Il 6 marzo 2014 il Consiglio direttivo ha dichiarato di fondare le sue attese sul "grado elevato di capacità produttiva inutilizzata" con l'intento di meglio chiarire che, nonostante le prospettive economiche più positive, i tassi di interesse di riferimento della BCE sarebbero rimasti su livelli pari o inferiori a quelli correnti in virtù del considerevole eccesso di offerta nell'economia.

L'approccio della BCE può essere fatto rientrare nella categoria definita nella sezione 2.3 come forward guidance qualitativa basata su una descrizione. La BCE comunica infatti il probabile orientamento di policy attraverso una dichiarazione qualitativa, senza collegarlo in modo esplicito a una data finale o a soglie numeriche, e descrive inoltre le condizioni macroeconomiche nelle quali prevede che tale orientamento possa essere mantenuto. Questa descrizione costituisce un elemento

importante della guidance fornita dalla BCE, perché chiarisce meglio dell'approccio puramente qualitativo la funzione di reazione della politica monetaria nel periodo a venire.

La forward guidance della BCE presenta anche altre due caratteristiche distintive rilevanti. La prima è che non viene fornita in relazione a un tasso unico, bensì con riferimento a una molteplicità di tassi. Ciò deriva dalle specificità dell'assetto operativo della Banca, che offre due operazioni attivabili dalle controparti (le operazioni di rifinanziamento marginale e i depositi presso la banca centrale) e che richiede pertanto la comunicazione di indicazioni prospettiche sull'intera serie di tassi ufficiali per meglio allineare le aspettative del mercato circa l'orientamento monetario futuro con l'indirizzo desiderato. Inoltre, la forward guidance della BCE non viene fornita in relazione diretta con i tassi di mercato. I tassi di interesse del mercato monetario riflettono l'influenza di varie determinanti, tra le quali i tassi ufficiali svolgono un ruolo di rilievo¹⁴).

La seconda caratteristica è rappresentata dal fatto che la BCE ha iniziato a fornire indicazioni prospettiche prima di avere esaurito il margine per ulteriori abbassamenti dei tassi. Ciò contrasta con la prassi di utilizzare la forward guidance al raggiungimento del limite inferiore effettivo, poiché questo strumento offre maggiori benefici quando tale limite non è ancora stato raggiunto. Nella propria guidance, la BCE ammette la possibilità di un ulteriore abbassamento dei tassi ufficiali in base alle prospettive per la stabilità dei prezzi. Questa propensione verso un orientamento espansivo nella formulazione della forward guidance costituisce un elemento di rilievo in quanto rafforza la coerenza delle indicazioni prospettiche con la strategia monetaria. A tale proposito, la decisione di abbassare i tassi ufficiali della BCE adottata il 7 novembre 2013 dal Consiglio direttivo è pienamente in linea con il quadro di riferimento definito per la forward guidance.

3.3 IMPATTO

Il punto di partenza naturale per valutare l'efficacia della forward guidance consiste nel verificare se un determinato annuncio ha provocato tra gli operatori una reazione immediata che rifletterebbe una modifica delle aspettative nei mercati finanziari. Quando la comunicazione fornita contiene informazioni nuove e rilevanti per gli operatori, ci si può attendere che questi ultimi reagiscano (sempre che l'annuncio non sia stato anticipato).

Oltre che in base alla reazione iniziale dei mercati, l'impatto della forward guidance può essere valutato considerando la misura in cui le aspettative degli operatori riguardo ai tassi di interesse sono in linea con le intenzioni di policy della banca centrale. Tale parametro può essere misurato in particolare in termini degli effetti delle indicazioni prospettiche sull'incertezza in merito all'evoluzione futura dei tassi di interesse e sulla volatilità dei tassi del mercato monetario a termine correnti. In ultima istanza, la forward guidance dovrebbe essere valutata alla luce dell'impatto macroeconomico risultante dalla correzione delle aspettative e dei prezzi di mercato che potrebbe avere innescato. L'assenza di una simulazione controfattuale rende tuttavia difficile questa valutazione nella pratica e ciò spiega perché gli studi empirici tendano a concentrarsi sulla reazione dei mercati¹⁵).

Per quanto concerne gli effetti delle indicazioni prospettiche fornite dalla BCE, come conseguenza dell'annuncio del 4 luglio 2013 l'inclinazione della curva dei tassi del mercato monetario

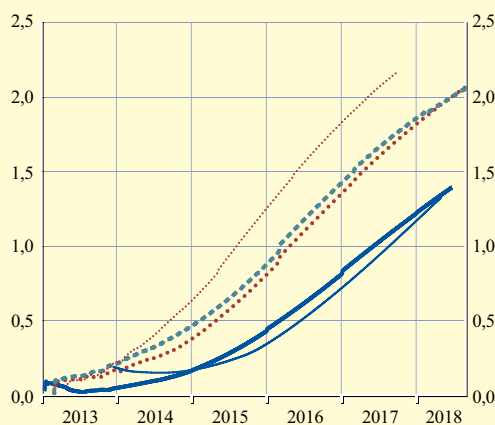
14) Ad esempio, nelle condizioni attuali i tassi di mercato sono influenzati dal livello di liquidità in eccesso nel mercato. Cfr. l'articolo *Gli andamenti recenti della liquidità in eccesso e dei tassi del mercato monetario* nel numero di gennaio 2014 di questo Bollettino.

15) Cfr. ad esempio Gilchrist S., Lopez-Salido, D. e Zakrajsek, E., "Monetary policy and real borrowing costs at the zero lower bound", *Finance and Economics Discussion Series*, vol. 3, Federal Reserve Board, 2014. Cfr. anche Femia, K., Friedman, S. e Sack, B., "The Effects of Policy Guidance on Perceptions of the Fed's Reaction Function", *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n. 652, 2013.

Figura 1 Curve a termine dell'Eonia in alcune date

(percentuali)

- 2 maggio 2013 (dopo il taglio dei tassi di interesse)
- 3 luglio 2013 (prima della riunione del Consiglio direttivo)
- - - - 4 luglio 2013 (dopo la riunione del Consiglio direttivo)
- 5 settembre 2013 (dopo la riunione del Consiglio direttivo)
- 17 marzo 2014



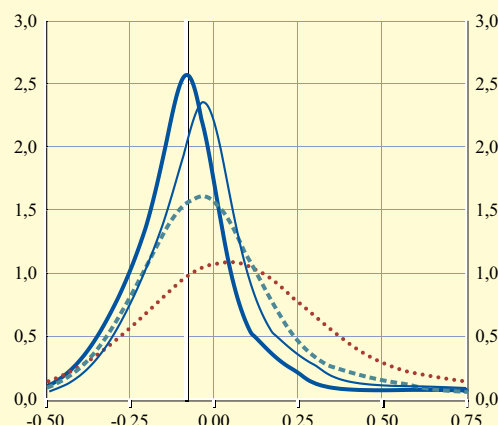
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
 Nota: Il metodo di bootstrapping adottato è descritto nell'allegato 2.1.2 di Brousseau, V e Durré, A., "Interest rate volatility: a consol rate-based measure", *Working Paper Series*, BCE, n. 1505, gennaio 2013.

Figura 2 Incertezza sull'evoluzione futura dei tassi di interesse del mercato monetario a breve termine

(Densità implicita nelle opzioni per il tasso OIS a tre mesi su un orizzonte temporale di 12 mesi in alcune date)

asse delle ascisse: tassi di interesse
 asse delle ordinate: densità

- 2 maggio 2013 (dopo il taglio dei tassi di interesse)
- 24 giugno 2013
- - - - 4 luglio 2013 (dopo la riunione del Consiglio direttivo)
- 17 marzo 2014



Fonti: NYSE Liffe ed elaborazioni della BCE.
 Nota: la densità implicita nelle opzioni per l'Euribor a tre mesi su un orizzonte temporale di 12 mesi viene applicata all'OIS a tre mesi su un orizzonte temporale di 12 mesi spostandola lungo l'asse delle ascisse in misura pari alla differenza tra la media della densità e il tasso OIS a termine a tre mesi su un orizzonte temporale di 12 mesi. Le densità sono ottenute come in Puigvert-Gutiérrez, J.M. and de Vincent-Humphreys, R., "A Quantitative Mirror on the Euribor Market Using Implied Probability Density Functions", *Eurasian Economic Review*, vol. 2(1), 2012, pagg.1-31.

(cfr. figura 1) si è immediatamente ridotta e i tassi a termine sono calati di circa cinque punti base per le scadenze superiori a sei mesi. Nei mesi successivi l'introduzione della forward guidance, la pendenza della curva a termine ha cominciato ad accentuarsi, di riflesso alla pubblicazione di dati economici positivi all'interno e all'esterno dell'area dell'euro, raggiungendo un nuovo massimo a settembre 2013, e si è successivamente appiattita in misura considerevole e più particolarmente evidente dopo le decisioni di politica monetaria di novembre 2013. Più di recente, e nonostante una lieve volatilità, la curva a termine è rimasta nell'insieme prossima al livello raggiunto dopo la decisione di maggio 2013 per le scadenze fino a due anni. Ciò può indicare che la forward guidance è rimasta efficace nell'indirizzare le aspettative del mercato alle scadenze più importanti per la politica monetaria.

La forward guidance della BCE non ha soltanto provocato una reazione immediata sui mercati, ma anche un calo duraturo dell'incertezza di mercato riguardo al profilo futuro dei tassi di interesse a breve termine. Le densità implicite ricavate dalle opzioni riferite all'Euribor e utilizzate nel valutare le aspettative concernenti il tasso swap sull'indice overnight (overnight index swap, OIS) a termine mostrano che la dispersione delle aspettative per il tasso a breve è diminuita rispetto ai livelli elevati di giugno 2013 portandosi su valori più prossimi a quelli degli inizi del mese precedente (cfr. figura 2). Il 2 maggio 2013, dopo la riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE decisa dal Consiglio direttivo, le aspettative riguardo ai tassi di interessi futuri a un anno erano concentrate attorno a livelli bassi. Le incertezze in merito ai tassi futuri del mercato monetario – misurate

dall'ampiezza della distribuzione – si sono successivamente acuite e hanno raggiunto un massimo il 24 giugno 2013. La forward guidance ha ridotto questa dispersione, rifocalizzando le attese verso tassi di interesse inferiori, e ha abbassato il livello medio delle aspettative.

Un'ulteriore modalità di valutazione degli effetti della forward guidance sui tassi del mercato monetario consiste infine nel misurare le variazioni della reattività di questi tassi a “notizie”, quali la pubblicazione di dati macroeconomici, che influiscono sulle prospettive per la stabilità dei prezzi. La sensibilità alle notizie assume particolare rilievo per le forme di forward guidance, come quella adottata dalla BCE, che sono motivate dalla necessità di chiarire – più che di modificare – la funzione di reazione della banca centrale. Se tale guidance è efficace, i tassi di interesse a termine del mercato non dovrebbero reagire con eccessiva sensibilità alle tipologie di notizie che non influiscono sull'obiettivo della banca centrale o a quelle che confermano semplicemente la valutazione di quest'ultima. In particolare, in presenza di prospettive di inflazione moderate, le notizie favorevoli non dovrebbero suscitare aspettative di un'anticipazione di aumenti futuri dei tassi, o almeno non in misura eccessiva rispetto a un comportamento normale.

Come già indicato, nel periodo precedente l'adozione della forward guidance da parte della BCE i mercati avevano evidenziato una tendenza a reagire in modo eccessivo sia a notizie economiche non connesse ai fondamentali dell'area dell'euro sia alla pubblicazione di dati che semplicemente confermavano le prospettive già incluse nella valutazione del Consiglio direttivo. Dopo l'annuncio della BCE, invece, la sensibilità dei tassi di interesse a termine del mercato monetario alla pubblicazione di dati macroeconomici si è ridotta ed è divenuta più coerente con le medie storiche.

Nell'insieme, stando alle evidenze presentate, la forward guidance ha contribuito a rendere più chiaro e trasparente l'orientamento del Consiglio direttivo riguardo al corso futuro dei tassi ufficiali della BCE in base alle prospettive per la stabilità dei prezzi. Essa avrebbe altresì concorso a stabilizzare le condizioni nel mercato monetario e ad ancorare più saldamente le aspettative. È quindi riuscita a sostenere la BCE nel perseguimento del suo mandato di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro nel medio termine.

4 CONCLUSIONI

Questo articolo ha esaminato la forward guidance, una politica che consiste nel fornire dichiarazioni esplicite sull'orientamento condizionale della politica monetaria rispetto all'evoluzione futura dei tassi di interesse di riferimento, per meglio allineare le aspettative degli operatori economici al profilo dei tassi desiderato dalla banca centrale.

Applicata in alcune forme prima della recente crisi finanziaria mondiale, la forward guidance è stata utilizzata in modo più ampio e intenso durante la crisi allorché le banche centrali sono arrivate in corrispondenza o in prossimità del limite inferiore per il tasso di interesse di riferimento. In tale contesto essa costituisce uno strumento efficace per mantenere le aspettative degli operatori sui futuri tassi a breve termine più saldamente ancorate attorno all'orientamento monetario voluto dalla banca centrale, specie in un contesto di maggiore volatilità nei mercati finanziari. Le banche centrali che hanno adottato la forward guidance l'hanno declinata in forme diverse, prevedendo vari tipi di condizionalità a seconda della situazione economica e dei rispettivi mandati.

Poiché condizioni finanziarie più volatili rischiano di rendere meno chiaro l'orientamento monetario voluto, la BCE ha adottato una forma di forward guidance che prevede la comunicazione

esplicita dell'orientamento monetario condizionale del Consiglio direttivo con riferimento all'evoluzione futura dei tassi di interesse ufficiali della Banca. Le indicazioni prospettiche fornite dalla BCE hanno inteso chiarire la valutazione del Consiglio direttivo circa le prospettive per l'inflazione nell'area dell'euro e la sua reazione di politica monetaria a tale valutazione.

L'evidenza suggerisce che le indicazioni prospettiche hanno permesso alla BCE di operare in modo efficace fornendo maggiore chiarezza e trasparenza sull'orientamento monetario del Consiglio direttivo riguardo all'evoluzione futura dei tassi di interesse di riferimento della BCE in base alle prospettive per la stabilità dei prezzi. La forward guidance ha migliorato in modo misurabile il controllo sui tassi del mercato monetario, contribuendo a stabilizzare le condizioni in tale mercato e ad ancorare più saldamente le aspettative sui tassi ufficiali. È quindi stata in grado di sostenere la BCE nel perseguimento del suo mandato di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro su un orizzonte di medio termine.



I MOLTIPLICATORI DI BILANCIO E LA TEMPISTICA DI RISANAMENTO

Il presente articolo si propone di allacciare il dibattito sui moltiplicatori di bilancio a breve termine (definiti come la variazione del PIL in termini reali riconducibile a uno shock unitario di bilancio) all'impatto di medio e lungo periodo che il risanamento dei conti pubblici esercita sulla sostenibilità del debito e sul prodotto. Si ricorda che una notevole incertezza caratterizza l'entità dei moltiplicatori di bilancio a breve termine. In particolare, questi possono essere più ampi in recessioni profonde o crisi finanziarie, ma l'effetto negativo dell'azione di risanamento è attenuato in presenza di finanze pubbliche deboli. Ciò nonostante, vi sono forti motivazioni per concentrare nelle fasi iniziali il riequilibrio dei conti pubblici anche in periodi di difficoltà, specie per i paesi sottoposti a pressioni di mercato, e tale approccio è opportuno alla luce di considerazioni di politica economica. Simulazioni basate su valori plausibili per i moltiplicatori suggeriscono che con ogni probabilità un eventuale incremento del rapporto debito/PIL riconducibile a episodi di aggiustamento dei conti pubblici è di breve durata e viene riassorbito nel medio termine. Inoltre, il rinvio dell'azione di risanamento richiederebbe in genere un maggiore sforzo complessivo di bilancio per ridurre il rapporto debito/PIL. Infine, vi sono evidenze del fatto che i moltiplicatori sono positivi (ossia che il risanamento delle finanze pubbliche genera un prodotto più elevato) a lungo termine. Nel complesso, quando si definisce il percorso di aggiustamento dei conti pubblici e la composizione del loro risanamento, occorre tenere presente sia i costi a breve termine sia i vantaggi nel più lungo periodo.

I INTRODUZIONE

Dall'inizio della crisi del debito sovrano molti paesi dell'UE hanno avviato un processo di risanamento delle finanze pubbliche volto a ripristinare la sostenibilità del debito pubblico e a salvaguardare o riacquistare l'accesso al finanziamento sul mercato. Guardando all'area dell'euro nel suo complesso, si prevede che il risanamento dei conti pubblici prosegua nel 2014, ancorché a un ritmo più lento, dopo i notevoli sforzi compiuti finora. Secondo le proiezioni della Commissione europea, il debito pubblico medio dell'area dell'euro raggiungerebbe nel 2014 il valore massimo in rapporto al PIL per poi diminuire negli anni seguenti e il prodotto dovrebbe mostrare una ripresa, seppure lenta¹⁾.

È opinione diffusa che i vantaggi a medio e lungo termine derivanti da un risanamento dei conti pubblici adeguatamente strutturato si accompagnano in genere a costi nel breve periodo sotto forma di un calo del prodotto. Il recente dibattito che coinvolge accademici e autorità ha mostrato la tendenza a incentrarsi su questi costi di breve termine e sulle loro implicazioni per il ritmo desiderato di aggiustamento. Alcuni sono arrivati a sostenere (cfr. sezione 3) che, se l'impatto negativo sulla crescita economica a breve termine assume sufficiente rilevanza, la concentrazione dell'azione di risanamento nelle fasi iniziali potrebbe dimostrarsi controproducente e generare rapporti debito/PIL più elevati. In tale contesto, il presente articolo intende spingersi oltre il dibattito riguardante l'impatto a breve termine che il processo di riequilibrio esercita sul prodotto e analizzare i suoi effetti a medio e lungo termine su prodotto e sostenibilità del debito. Si prende in esame inoltre la letteratura recente su moltiplicatori di bilancio dipendenti dallo stato dell'economia. Infine, l'articolo conclude con alcune raccomandazioni in merito all'impostazione del risanamento dei conti pubblici.

1) Cfr. Commissione europea, "European Economic Forecast – Autumn 2013", *European Economy*, n. 7/2013, novembre 2013.

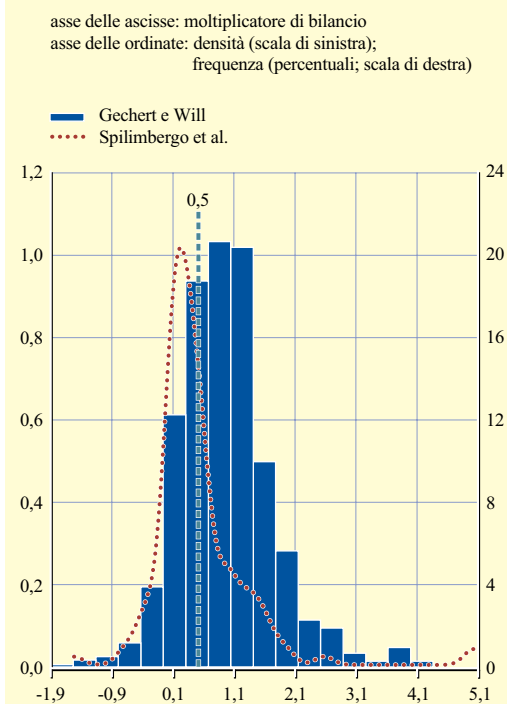
2 ANALISI DELLA LETTERATURA SU MOLTIPLICATORI DI BILANCIO A BREVE TERMINE CONDIZIONATI DALLO STATO DELL'ECONOMIA

I moltiplicatori di bilancio colgono l'effetto che gli shock di bilancio (positivi o negativi) esercitano sul prodotto; si possono definire come la variazione percentuale del PIL in termini reali riconducibile a uno shock di bilancio pari complessivamente all'1 per cento del PIL²⁾. Prima dell'inizio della crisi finanziaria mondiale la maggior parte della letteratura tendeva a stimare moltiplicatori di bilancio indipendenti dal tempo e dallo stato dell'economia. Tale letteratura utilizzava una serie di modelli empirici (prevalentemente modelli autoregressivi vettoriali o VAR) e modelli strutturali microfondati (soprattutto modelli dinamici stocastici di equilibrio generale o DSGE) che si incentravano su dinamiche lineari. I moltiplicatori di bilancio stimati in tali studi possono essere considerati come medie ponderate dei vari moltiplicatori osservati durante i periodi di espansione e rallentamento dell'economia³⁾. La letteratura più recente amplia tale analisi per integrare moltiplicatori condizionati dallo stato dell'economia.

Le stime dei moltiplicatori di bilancio variano in genere a seconda dei paesi e del periodo temporale considerati, nonché della metodologia adottata nello studio. La gamma di stime è ampia, come si evince dalla figura, dove si riportano le distribuzioni pubblicate in due lavori specifici che esaminano la letteratura⁴⁾. Nella ricerca di Spilimbergo et al., il moltiplicatore medio (in termini di valore assoluto) è pari a 0,5 (cfr. la linea tratteggiata verticale nella figura) e i valori osservati più di frequente sono positivi ma inferiori alla media. Nello studio di Gechert e Will (più recente), il moltiplicatore medio si colloca tra 0,5 e 1,0, a seconda dello strumento di gettito o di spesa utilizzato per conseguire il risanamento e il metodo di stima.

Nella parte restante di questa sezione si passa in rassegna la letteratura recente su moltiplicatori di bilancio condizionati dallo stato dell'economia, incentrandosi sulle condizioni economiche che hanno caratterizzato o preceduto la crisi del

Distribuzione dei moltiplicatori di bilancio



Fonte: Andrés, J. e Doménech, R., "Fiscal Adjustment and Economic Growth in Europe", *Economic Watch*, BBVA Research, 2013. Per dettagli sulle due serie di dati, cfr. i documenti citati nella nota a piè di pagina n. 4 del testo principale.

Note: il moltiplicatore negativo a breve termine convenzionale è presentato in termini di valore assoluto. I moltiplicatori negativi denotano un effetto positivo sul PIL in seguito a un miglioramento del saldo di bilancio (ad esempio attraverso riduzioni della spesa pubblica).

2) La definizione dei moltiplicatori fiscali varia da uno studio all'altro. Alcuni considerano l'impatto che gli shock di bilancio hanno sul livello del prodotto, mentre altri prendono in esame l'impatto sulla crescita del prodotto. Nel presente articolo si analizzano entrambe le tipologie di studi.

3) Cfr. Parker, J., "On Measuring the Effects of Fiscal Policy in Recessions", *Journal of Economic Literature*, n. 49, 2011, pagg. 703-718.

4) Cfr. Spilimbergo, A., Symansky, S. e Schindler, M., "Fiscal Multipliers", *IMF Staff Position Notes*, n. 09/11, FMI, 2009, nonché Gechert, S. e Will, H., "Fiscal Multipliers: A Meta Regression Analysis", *IMK Working Papers*, n. 97, IMK, 2012.

debito sovrano nell'area dell'euro⁵⁾. Si illustrano inoltre simulazioni effettuate al riguardo mediante i modelli macroeconomici della BCE.

I MOLTIPLICATORI DI BILANCIO DURANTE LE RECESSIONI

Si è affermato che l'impatto negativo esercitato sul prodotto dall'azione di risanamento dei conti pubblici potrebbe essere più accentuato durante le recessioni di quanto non sia in periodi di espansione economica. Ad esempio, l'effetto delle rigidità nominali di prezzi e salari potrebbe essere più marcato durante le recessioni rispetto ai periodi di espansione, in quanto prezzi e salari tendono a mostrare una correzione al ribasso più lenta a causa (fra l'altro) di fattori istituzionali; ne consegue che rigidità nominali maggiori determinano in genere moltiplicatori di bilancio più elevati, poiché l'adeguamento a una domanda più debole avviene attraverso il prodotto e l'occupazione. Vari studi empirici basati su modelli VAR operano una distinzione tra i moltiplicatori di bilancio nelle recessioni e quelli osservati durante i periodi di espansione, utilizzando una varietà di tecniche econometriche⁶⁾. Questi studi rilevano in gran parte che i moltiplicatori di spesa a breve termine sono maggiori nelle recessioni di quanto non siano in periodi di crescita. Tuttavia, l'entità della differenza tra i due valori varia in misura considerevole. Questi studi empirici presentano inoltre vari svantaggi. In primo luogo, risentono per la maggior parte di una carenza di dati riguardanti recessioni profonde⁷⁾. In secondo luogo, i modelli impiegati per tale analisi tendono a essere semplici e suscettibili di omettere altre determinanti importanti⁸⁾. Infine, per individuare i periodi di recessione gli studi basati su modelli VAR con valori soglia utilizzano in genere come variabile soglia il prodotto potenziale, le cui stime sono notoriamente incerte.

I modelli DSGE, dal canto loro, possono essere calibrati per riprodurre le condizioni di una recessione (ad esempio, incrementando la percentuale di famiglie con vincoli di liquidità), sebbene per la maggior parte non siano in grado di cogliere un comportamento non lineare⁹⁾. L'associato aumento del moltiplicatore è in genere inferiore nei modelli DSGE rispetto a quelli empirici.

I MOLTIPLICATORI DI BILANCIO DURANTE UNA CRISI FINANZIARIA

Poiché si ritiene che vincoli di liquidità stringenti accentuino l'impatto di uno shock di bilancio, la salute del sistema finanziario è un'altra potenziale determinante delle dimensioni dei moltiplicatori di bilancio. Le frizioni finanziarie, che crescono di entità durante le recessioni e si intensificano durante una crisi finanziaria, possono portare a moltiplicatori di bilancio superiori in quanto limitano

- 5) Si analizza anche il moltiplicatore di spesa, sulle dimensioni del quale la letteratura empirica è più concorde. Una gamma più ampia di stime è riscontrabile per il moltiplicatore delle imposte, le cui stime variano a seconda della tecnica impiegata per individuare gli shock di bilancio. Per un'analisi al riguardo, cfr. Caldara, D. e Kamps, C., "What are the effects of fiscal shocks? A VAR-based comparative analysis", *Working Paper Series*, n. 877, BCE, 2008.
- 6) Vi rientrano: modelli VAR a parametri variabili nel tempo con volatilità stocastica (ad esempio, Kirchner, M., Cimadomo, J. e Hauptmeier, S., "Transmission of government spending shocks in the euro area: time variation and driving forces", *Working Paper Series*, n. 1219, BCE, 2010); modelli VAR con valori soglia (ad esempio Baum, A. e Koester, G., "The impact of fiscal policy on economic activity over the business cycle – evidence from a threshold VAR analysis", *Discussion Papers*, n. 03/2011, Deutsche Bundesbank, 2011; nonché Batini, N., Callegari, G. e Melina, G., "Successful Austerity in the United States, Europe and Japan", *IMF Working Papers*, n. 12/190, FMI, 2012); modelli VAR Markov-switching (a transizione graduale; ad esempio Auerbach, A. e Gorodnichenko, Y., "Measuring the Output Responses to Fiscal Policy", *American Economic Journal: Economic Policy*, n. 4(2), 2012, pagg. 1-27); nonché regressione panel e tecniche VAR applicate a sottogruppi di paesi in base a soglie prefissate (ad esempio Ilzetzki, E., Mendoza, E. e Vegh, C., "How big (small?) are fiscal multipliers?", *Journal of Monetary Economics*, n. 60(2), 2012, pagg. 239-254).
- 7) Come indicato da Parker (op. cit., nota a piè di pagina n. 3).
- 8) I modelli VAR in forma ridotta generalmente impiegati per stimare i moltiplicatori fiscali sono soggetti a distorsioni dovute all'omissione di variabili e ad altri problemi di stima, come la questione della "prevedibilità fiscale" (cfr. Leeper, E.M. et al., "Fiscal foresight: analytics and econometrics", *NBER Working Papers*, n. 14028, 2008). L'omissione della retroazione del debito nei modelli VAR può anche dare luogo a stime errate degli effetti dinamici degli shock di bilancio (come illustrato in Favero, C. e Giavazzi, F., "Debt and the effects of fiscal policy", *NBER Working Papers*, n. 12822, 2007).
- 9) Per una rassegna dei fattori che incidono sulle dimensioni dei moltiplicatori fiscali nei modelli DSGE, cfr. Coenen, G. et al., "Effects of fiscal stimulus in structural models", *American Economic Journal: Macroeconomics*, n. 4(1), 2012, pagg. 22-68.

la capacità degli operatori privati di ricorrere al credito per rimodulare gradualmente i consumi nel tempo, in risposta a shock di bilancio con effetti di contrazione. L'impatto restrittivo del risanamento può essere più accentuato durante o subito dopo le crisi finanziarie, dato l'aumento del numero di famiglie con vincoli di liquidità. Nonostante i risultati nella letteratura empirica possano variare, vi sono evidenze che, nel complesso, i moltiplicatori di bilancio a breve termine sono maggiori nelle economie che si trovano ad affrontare una crisi finanziaria¹⁰.

I MOLTIPLICATORI DI BILANCIO IN PRESENZA DI VINCOLI NELLA POLITICA MONETARIA

Una politica monetaria che ha scarso margine di manovra, circostanza che si verifica spesso durante le recessioni e le crisi finanziarie, può comportare moltiplicatori di bilancio maggiori, poiché i tassi di interesse non reagiscono (o reagiscono solo debolmente) al calo della domanda aggregata. Nelle analisi basate su modelli DSGE, il limite inferiore pari a zero per la politica monetaria è identificato in genere come uno dei fattori più importanti alla base di un moltiplicatore a breve termine maggiore del consueto¹¹. I modelli calibrati su dati statunitensi hanno rilevato che le dimensioni del moltiplicatore della spesa pubblica è considerevolmente superiore a 1 quando il tasso nominale di politica monetaria è fissato a zero¹². Tuttavia, nessuno di questi modelli coglie l'effetto di misure non convenzionali di politica monetaria, che possono fornire un accomodamento aggiuntivo anche quando i tassi di interesse della banca centrale hanno di fatto raggiunto il limite inferiore (laddove si possa individuare un limite inferiore in maniera adeguata).

MOLTIPLICATORI DI BILANCIO IN PRESENZA DI FINANZE PUBBLICHE DEBOLI

È opinione comune che il costo in termini di prodotto a breve termine del risanamento dei conti pubblici sia inferiore quando tale azione è condotta durante un rapido deterioramento delle finanze pubbliche¹³. È questa una conseguenza, tra l'altro, degli effetti di fiducia, che si concretizzano attraverso minori differenziali sui rendimenti dei titoli di Stato. Un intervento risoluto da parte dei governi può ripristinare la sostenibilità dei conti pubblici e quindi contribuire alla stabilità macroeconomica e alla ripresa del prodotto. La credibilità degli annunci di governo può anche influenzare l'entità dei moltiplicatori di bilancio attraverso effetti diretti dal lato dell'offerta. Ad esempio, l'aggiustamento dei conti pubblici è generalmente associato a moltiplicatori a breve termine più bassi se i mercati sono convinti che le misure annunciate saranno pienamente attuate e rimarranno in vigore. In presenza di una piena credibilità, le previsioni dei mercati di sgravi fiscali nel più lungo termine a seguito delle misure di risanamento attuali possono dar luogo a effetti favorevoli dal lato

10) A tale riguardo, uno studio recente ha riscontrato moltiplicatori fiscali a breve termine attorno a 2 nei paesi dell'OCSE che attraversavano una crisi finanziaria (cfr. Corsetti, G., Meier, A. e Müller, G., "What Determines Government Spending Multipliers?", *Economic Policy*, n. 27, 2012, pagg. 521-565). Mediante un modello VAR con valori soglia, un altro studio ha prodotto evidenze per Germania, Italia, Stati Uniti e Regno Unito che sono coerenti con moltiplicatori maggiori durante periodi di tensioni finanziarie, seppure i valori rimangono nettamente inferiori a 1 anche in presenza di tensioni finanziarie: ad esempio 0,4 (a fronte di 0,2) in Germania e 0,7 (contro 0,3) in Italia (cfr. Afonso, A., Baxa, J. e Slavík, M., "Fiscal developments and financial stress: a threshold VAR analysis", *Working Paper Series*, n. 1319, BCE, 2011). Infine, un terzo studio ha concluso che il moltiplicatore di spesa è lievemente maggiore in Spagna durante le crisi bancarie (cfr. Hernández de Cos, P. e Moral-Benito, E., "Fiscal multipliers in turbulent times: the case of Spain", *Working Paper Series*, n. 1309, Banco de España, 2013).

11) Come segnalato in una recente rassegna degli studi sui modelli DSGE riguardanti i moltiplicatori fiscali (cfr. Leeper, E.M., Traum, N. e Walker, T.B., "Clearing up the fiscal multiplier morass", *NBER Working Papers*, n. 17444, 2011), l'assetto di politica monetaria e, sebbene in misura lievemente minore, la percentuale di famiglie con vincoli di liquidità sono i fattori più importanti che influenzano le dimensioni dei moltiplicatori a breve termine.

12) Cfr., ad esempio, Christiano, L., Eichenbaum, M. e Rebelo, S., "When is the Government Spending Multiplier Large?", *Journal of Political Economy*, vol. 119, n. 1, 2011, pagg. 78-121.

13) Attraverso il canale delle aspettative si possono persino determinare incrementi a breve termine dei consumi privati (e quindi del prodotto) quando il risanamento di bilancio è attuato per affrontare livelli elevati di indebitamento pubblico, come si spiega in Blanchard, O., "Comment", *NBER Macroeconomics Annual*, 1990, pagg. 111-116 ("... adottando misure oggi, il governo elude la necessità in futuro di aggiustamenti più estesi, forse molto più dirimpenti, e ciò può a sua volta accrescere i consumi" (pag. 111); "... più il governo attende a risanare i conti pubblici, più elevato sarà l'aggravio fiscale necessario quando vi procederà" (p. 112)). Cfr. anche Sutherland, A., "Fiscal Crises and Aggregate Demand: Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy?", *Journal of Public Economics*, n. 65(2), 1997, pagg. 147-162.

dell'offerta, tra cui un aumento dell'offerta di lavoro anche nel breve termine. Vari studi recenti hanno rilevato evidenze del fatto che i moltiplicatori positivi a breve termine possono diminuire o addirittura diventare negativi in presenza di rapporti debito/PIL elevati¹⁴. D'altro canto, quando vari paesi a fronte di problemi di bilancio procedono contemporaneamente a un risanamento, l'impatto negativo complessivo sull'economia nazionale può risultare più accentuato. Per un'analisi della significatività degli effetti di propagazione tra bilanci nell'area dell'euro, cfr. il riquadro 1.

Nel complesso, in caso di consistenti rischi sistemici tali da mettere in discussione la capacità dei governi di far fronte ai propri obblighi debitori e minacciare la stabilità finanziaria dell'unione monetaria, è probabile che i vantaggi del risanamento dei conti pubblici siano maggiori di quelli colti dalle simulazioni basate su modelli convenzionali.

14) Cfr., tra l'altro, Ilzetzki, Mendoza e Vegh, op. cit., nota a piè di pagina n. 6; Corsetti, Meier e Müller, op. cit., nota a piè di pagina n. 10; Nickel, C. e Tudyka, A., "Fiscal stimulus in times of high debt: reconsidering multipliers and twin deficits", *Working Paper Series*, n. 1513, BCE, 2013, nonché Hernández de Cos e Moral-Benito, op. cit., nota a piè di pagina n. 10.

Riquadro 1

EFFETTI DI PROPAGAZIONE TRA BILANCI NELL'AREA DELL'EURO

Le ricadute negative sulla crescita che discendono dal risanamento dei conti pubblici a livello nazionale possono accentuarsi qualora più paesi procedano simultaneamente a un risanamento. Il presente riquadro analizza i principali canali di trasmissione internazionale degli shock di bilancio e, utilizzando simulazioni illustrative basate su modelli, valuta le dimensioni potenziali degli effetti di propagazione nel caso in cui vari paesi dell'area dell'euro inaspriscano contemporaneamente la propria politica di bilancio.

I canali di trasmissione degli shock di bilancio in un'unione monetaria

In un'unione monetaria, dove i paesi membri hanno un tasso di interesse comune e il medesimo tasso di cambio nominale, i legami commerciali costituiscono il principale canale di trasmissione degli shock di bilancio. Il risanamento dei conti pubblici in un paese membro incide sugli altri membri attraverso il calo dell'attività e della domanda a livello nazionale, che si traduce in parte in una minore domanda di beni esteri¹⁾. L'effetto sulla domanda del risanamento dei conti pubblici può comportare minori pressioni inflazionistiche interne, che possono indurre un deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale, accrescendo la competitività del paese di origine e potenzialmente innescando ulteriori ripercussioni negative per gli altri membri dell'unione monetaria.

Effetti di propagazione tra bilanci nell'area dell'euro: evidenze illustrative basate su modelli

La presente sezione riporta una simulazione illustrativa sulla base del nuovo modello a più paesi (New Multi-Country Model, NMCM)²⁾ della BCE per valutare le dimensioni degli effetti di propagazione tra bilanci per i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro (Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi) e per un gruppo di "paesi minori" che comprende gli altri membri dell'area.

1) Cfr., ad esempio, Hebois, S. e Zimmermann, T., "Estimating the effects of coordinated fiscal actions in the euro area", *European Economic Review*, vol. 58(C), 2013, pagg. 110-121.

2) Per una descrizione dettagliata del modello, cfr. Dieppe, A., González Pandiella, A., Hall, S. e Willman, A., "The ECB's New Multi-Country Model for the euro area: NMCM – with boundedly rational learning expectations", *Working Paper Series*, n. 1316, BCE, 2011.

Effetti di propagazione sul PIL di un risanamento dei conti pubblici realizzato nel primo anno per un ammontare pari all'1 per cento del PIL

(valori cumulati dopo tre anni: deviazione dal PIL di base del paese; percentuali)

Paese in cui ha origine lo shock di bilancio	Paese quale soggetto passivo						Aggregato dell'area dell'euro	
	DE	FR	IT	ES	NL	Paesi minori	Escluso il paese di origine	Compreso il paese di origine
DE	-0,45	-0,03	-0,05	-0,05	-0,06	-0,06	-0,05	-0,15
FR	-0,03	-0,43	-0,04	-0,05	-0,03	-0,04	-0,03	-0,12
IT	-0,01	-0,01	-0,22	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,05
ES	-0,01	-0,02	-0,02	-0,54	-0,02	-0,02	-0,02	-0,08
NL	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,42	-0,02	-0,01	-0,04
Paesi minori	-0,02	-0,01	-0,02	-0,02	-0,03	-0,43	-0,02	-0,09
Risanamento solo nel paese	-0,45	-0,43	-0,22	-0,54	-0,42	-0,43		
Risanamento simultaneo	-0,52	-0,51	-0,35	-0,68	-0,55	-0,58		

Fonte: elaborazioni della BCE sulla base di simulazioni effettuate con l'NMCM.

Note: i valori sulla diagonale principale corrispondono ai moltiplicatori di bilancio nazionali cumulati, mentre gli altri valori rappresentano l'effetto esercitato del risanamento dei conti pubblici nel paese di origine (righe) sul PIL del paese quale soggetto passivo (colonne). Tutti i valori sono espressi come deviazione dal PIL di base del paese interessato, in termini percentuali.

In questa simulazione si ipotizza che i paesi effettuino un'azione di risanamento dei conti pubblici a carattere permanente per un ammontare complessivo dell'1 per cento del PIL, con interventi distribuiti in pari misura tra entrate e spesa. Il modello tiene conto dell'impatto al ribasso esercitato dal risanamento dei conti pubblici sui premi per il rischio sovrano a livello nazionale, che nella simulazione si ipotizza vengano trasmessi integralmente alle condizioni di finanziamento del settore privato interno (attraverso il "canale del rischio sovrano")³⁾. In queste circostanze, gli effetti di propagazione tra bilanci si realizzano soprattutto attraverso il canale del commercio, il tasso di interesse è esogeno e non vi sono ricadute connesse alla fiducia che influiscono sui premi per il rischio sovrano⁴⁾.

La tavola seguente mostra gli effetti di propagazione desunti dalle simulazioni NMCM. I valori sulla diagonale principale corrispondono ai moltiplicatori di bilancio nazionali cumulati dopo tre anni a seguito di una manovra permanente sui conti pubblici attuata nel primo anno per un ammontare dell'1 per cento del PIL. L'entità e il segno dei moltiplicatori di bilancio per singolo paese sono in linea con i risultati medi ottenuti dalla letteratura per i moltiplicatori di bilancio (cfr. la figura nel testo principale). I valori che non figurano sulla diagonale indicano l'effetto cumulato in un periodo di tre anni che il risanamento dei conti pubblici nel paese di origine (righe) avrà sul PIL del paese quale soggetto passivo (colonne). La Germania provoca le ricadute maggiori sugli altri paesi (nonché sull'insieme dell'area dell'euro). Ad esempio, il risanamento dei conti pubblici in Germania (prima riga) per un totale dell'1 per cento del PIL ridurrebbe il PIL di tale paese dello 0,45 per cento. Le conseguenze negative sul PIL degli altri paesi si collocano in un intervallo tra lo 0,03 per cento per la Francia e lo 0,06 per cento per il gruppo di paesi minori. L'impatto negativo sull'area dell'euro esclusa la Germania ammonta allo 0,05 per cento del PIL.

3) Cfr. Corsetti, G., Kuester, K., Meier, A. e Müller, G., "Sovereign risk, fiscal policy and macroeconomic stability", *The Economic Journal*, vol. 123, n. 566, 2013, pagg. F99-F132.

4) Oltre all'effetto sul differenziale, le simulazioni basate sull'NMCM possono riflettere le ricadute positive della fiducia derivanti dal risanamento in altri paesi (cioè il calo dei premi per il rischio sovrano nel paese in fase di risanamento, ossia l'effetto sui differenziali, si rispecchia in premi al rischio inferiori negli altri paesi considerati nel modello). L'evidenza empirica sulle ricadute della fiducia è fornita in Amisano, G. e Tristani, O., "The euro area sovereign crisis: monitoring spillovers and contagion", *Research Bulletin*, n. 14, BCE, 2011.

Le evidenze riportate nella tavola mostrano che quando i paesi effettuano un consolidamento simultaneo, l'effetto frenante sulla crescita interna è più accentuato rispetto al caso in cui il paese sia l'unico a risanare i conti pubblici (cfr. le ultime due righe). L'entità dell'effetto frenante agiuntivo sul PIL nei singoli paesi dovuto al risanamento simultaneo dei conti pubblici è piuttosto simile per Italia, Spagna, Paesi Bassi e i paesi minori (con una media dello 0,14 per cento circa). Nel complesso, il maggiore freno alla crescita discende dal risanamento a livello nazionale.

Queste simulazioni effettuate con l'NMCM sono sostanzialmente in linea con altre previsioni ottenute con modelli relative agli effetti di propagazione tra bilanci⁵⁾. Tuttavia, alcuni studi recenti⁶⁾ hanno riscontrato ricadute più consistenti. Le differenze tra i modelli sono riconducibili al numero elevato di ipotesi impiegate, ad esempio per quanto riguarda la percentuale di famiglie con vincoli di liquidità, il meccanismo sottostante alla formazione delle aspettative e la composizione dello shock. Più in generale, l'entità degli effetti di propagazione tra bilanci dipende da una serie di fattori, tra cui il metodo di analisi utilizzato, le elasticità del commercio ed eventuali effetti di fiducia nei mercati finanziari tali da ridurre il premio per il rischio sovrano.

5) Cfr. Wieland, V., "Monetary policy targets and the stabilisation objective: a source of tension in EMS", *Journal of International Money and Finance*, n. 15(1), 1996, pagg. 95-116.

6) Uno studio recente ha rilevato che un aumento temporaneo degli investimenti pubblici in Germania per un totale dell'1 per cento del PIL della durata di due anni innalza il PIL in termini reali di altri paesi di un valore compreso tra lo 0,2 e lo 0,3 per cento (cfr. in't Veld, J., "Fiscal consolidations and spillovers in the euro area periphery and core", *Economic Papers*, n. 506, Commissione europea, 2013). Peraltro, sulla base di tre modelli strutturali differenti, l'FMI ha riscontrato che un aumento su due anni della spesa in Germania per un totale dell'1 per cento del PIL sospingerà il PIL in termini reali nel resto dell'area dell'euro per un massimo dello 0,2 per cento (cfr. FMI, "Germany: 2013 Article IV Consultation", *Country Report*, n. 13/255, 2013). L'effetto varia a seconda del modello utilizzato ed è inferiore per lo stimolo fiscale basato sulle entrate e in assenza di una politica monetaria accomodante.

SIMULAZIONI EFFETTUATE CON IL NAWM DELLA BCE

Guardando all'aggregato dell'area dell'euro, le simulazioni DSGE condotte utilizzando il nuovo modello dell'area dell'euro (New Area-Wide Model, NAWM; cfr. il riquadro 6 nel numero di dicembre 2012 di questo Bollettino) della BCE illustrano come alcuni dei fattori appena descritti potrebbero incidere sull'entità dei moltiplicatori di bilancio. Indicano altresì che ha rilevanza la composizione del risanamento dei conti pubblici. Nel complesso, queste simulazioni suggeriscono in ampia misura che i moltiplicatori di bilancio a breve termine sono (in termini di valore assoluto) considerevolmente inferiori a 1 (cfr. tavola seguente)¹⁵⁾. Il moltiplicatore a breve termine si porta su valori superiori a 1 quando il risanamento è basato unicamente sulla riduzione degli investimenti pubblici e/o dei consumi collettivi e, allo stesso tempo, a) i programmi di risanamento non sono del tutto credibili e vengono realizzati in presenza di una politica monetaria soggetta a vincoli (cfr. prima colonna) e b) aumenta la percentuale di famiglie con vincoli di liquidità (non ricardiane; cfr. quinta colonna).

Le simulazioni NAWM, che sono indipendenti dallo stato dell'economia (come la maggior parte dei modelli empirici), indicano che la spesa pubblica è solitamente associata a moltiplicatori a breve termine maggiori rispetto alle imposte. Le variazioni dei consumi collettivi e degli investimenti pubblici hanno probabilmente un impatto più diretto sulla domanda aggregata rispetto all'aumento delle imposte (e ai trasferimenti alle famiglie), che si trasmettono al prodotto attraverso variazioni delle decisioni di consumo e di risparmio. È questo il caso, in particolare, delle riduzioni apportate

15) In generale, i moltiplicatori fiscali desunti dai modelli strutturali tendono a essere inferiori a quelli suggeriti dai modelli empirici. Tuttavia, questi risultati non sono del tutto confrontabili, poiché il trattamento degli shock di bilancio (ad esempio degli shock transitori a fronte di quelli permanenti) può variare da uno studio all'altro. Per una rassegna, cfr. anche Commissione europea, "Report on Public Finances in EMU – 2012", *European Economy*, n. 4/2012, luglio 2012.

Moltiplicatori a breve termine nel modello New Area-Wide della BCE

(percentuali)

Strumento di bilancio	Credibilità imperfetta e tasso di politica monetaria fisso (1)	Credibilità imperfetta (2)	Piena credibilità (3)	Piena credibilità e minori premi al rischio (4)	Più famiglie non ricardiane (5)
Consumi collettivi	-1,13	-0,95	-0,59	-0,45	-1,18
Investimenti pubblici	-1,40	-1,28	-0,71	-0,56	-1,45
Trasferimenti pubblici	-0,14	-0,06	0,02	0,16	-0,31
Imposte su redditi da lavoro	-0,10	-0,18	-0,52	-0,37	-0,21
Imposte sui consumi	-0,70	-0,55	-0,31	-0,17	-0,75
Interventi sulla spesa	-0,94	-0,78	-0,36	-0,22	-1,01
Interventi sulle entrate	-0,40	-0,37	-0,42	-0,27	-0,48
Interventi sulla spesa e sulle entrate	-0,67	-0,57	-0,39	-0,24	-0,75

Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: questi moltiplicatori a breve termine mostrano l'effetto medio sul PIL in termini reali nell'arco dei primi due anni di uno shock di risanamento permanente pari all'1 per cento del PIL iniziale. Per l'ultima colonna lo scenario di base è costituito dalla prima colonna.

Gli interventi sulla spesa (sulle entrate) si basano unicamente su un calo della spesa (un aumento delle imposte) distribuito in pari misura tra consumi collettivi, investimenti pubblici e trasferimenti pubblici (imposte sui redditi da lavoro e imposte sui consumi). Gli interventi sulla spesa e sulle entrate consistono per metà in riduzioni della spesa e per metà in aggravii fiscali. Gli scenari di credibilità imperfetta e piena ipotizzano che la politica monetaria non sia soggetta ai vincoli determinati dal limite inferiore pari a zero e sia quindi in grado di compensare in parte l'effetto frenante delle misure di risanamento sulla crescita a breve termine. In questi scenari, il tasso di interesse nominale a breve termine può rispondere alle condizioni economiche in linea con la regola di politica monetaria inclusa nel NAWM (per cui l'autorità monetaria abbassa temporaneamente il tasso di riferimento, a fronte invece di un tasso di politica monetaria fisso nell'ambito dello scenario della prima colonna), riducendo quindi l'entità degli effetti negativi sul PIL in termini reali nel breve termine rispetto alla situazione in cui il tasso di politica monetaria rimane fisso. Nello scenario di piena credibilità, il risanamento crea margini di bilancio a dieci anni di distanza e le simulazioni ipotizzano che questo venga impiegato per ridurre il tasso di imposizione fiscale sul lavoro. La previsione degli operatori di tali sgravi fiscali produce effetti favorevoli dal lato dell'offerta, tra cui un aumento dell'offerta di lavoro anche nel breve termine. Ciò, a sua volta, attenua l'impatto negativo a breve termine che gli sforzi di risanamento esercitano sul PIL. Lo scenario con piena credibilità e minori premi al rischio ipotizza anche che la riduzione a medio termine del rapporto debito pubblico/PIL sia associato a un calo del premio per il rischio sovrano. Per quanto concerne lo scenario con più famiglie non ricardiane, occorre tenere presente che in questo modello i vincoli di liquidità per tali famiglie non escludono la rimodulazione intertemporale dei consumi attraverso un adeguamento delle loro disponibilità monetarie. Ciò potrebbe spiegare l'effetto relativamente modesto sul moltiplicatore.

agli investimenti pubblici produttivi, che incidono anche sulla produttività marginale del capitale privato e quindi sul lato dell'offerta dell'economia.

Come rilevato in precedenza, nelle simulazioni NAWM anche la credibilità degli annunci dei governi incidono in misura importante sulle dimensioni dei moltiplicatori. In presenza di credibilità imperfetta, quando i mercati non ritengono inizialmente che il governo sia impegnato ad attuare pienamente le misure di risanamento annunciate, i moltiplicatori sono superiori. Per contro, sono inferiori laddove i mercati sono convinti che i programmi di governo saranno realizzati appieno. Il moltiplicatore di bilancio a breve termine potrebbe essere addirittura inferiore se i piani di risanamento credibili sono associati a una riduzione del premio per il rischio sovrano (cfr. quarta colonna della tavola). Si contraggono così i costi del servizio del debito in capo al governo e i costi di finanziamento per il settore privato, promuovendo così gli investimenti privati.

In conclusione, vi è una considerevole incertezza riguardo alle dimensioni dei moltiplicatori di bilancio a breve termine. Nel caso dell'area dell'euro, vari sviluppi istituzionali recenti mirati a rafforzare la governance macroeconomica e di bilancio possono concorrere a rinsaldare la credibilità del risanamento dei conti pubblici, riducendone così i costi nel breve periodo. Inoltre, in situazioni in cui il risanamento si rende necessario per evitare una crisi del debito sovrano di vasta portata, occorre cautela nel trarre conclusioni circa i costi implicati in tale azione di riequilibrio sulla base dei moltiplicatori di bilancio a breve termine. In tali situazioni, è probabile che non

risanare le finanze pubbliche sia di gran lunga più oneroso che ricondurre la politica di bilancio su un percorso sostenibile.

3 RILEVANZA DEI MOLTIPLICATORI DI BILANCIO PER LA DINAMICA DEL DEBITO E IL RITMO DI RISANAMENTO

Come indicato in precedenza, vari studi accademici hanno suggerito di recente che i moltiplicatori di bilancio possano essere più elevati in situazioni di crisi di quanto non siano in situazioni normali. Alcuni osservatori hanno utilizzato queste evidenze per sostenere che le azioni di risanamento non andrebbero affrettate in paesi che non fronteggiano il rischio imminente di perdere l'accesso al finanziamento sul mercato¹⁶. Naturalmente, l'evidenza che i moltiplicatori di bilancio siano elevati nell'attuale contesto non è sufficiente per sostenere che il risanamento dei conti pubblici vada differito. Se i moltiplicatori rimangono analogamente ampi in futuro, il rinvio del risanamento dei conti pubblici non farà altro che ritardare gli effetti negativi a breve termine sulla crescita. Tuttavia, se ci si attende che tali moltiplicatori di bilancio siano inferiori in futuro, un risanamento posticipato potrebbe ridurre l'impatto negativo sulla crescita a breve termine. Potrebbe essere questo il caso dei paesi che al momento registrano un grado elevato di sottoutilizzo della capacità produttiva, dei paesi in cui la capacità della politica monetaria di attutire gli effetti sulla domanda è limitata e dei paesi in cui sistemi bancari mal funzionanti riducono la capacità delle famiglie di rimodulare i consumi con gradualità a fronte di shock di bilancio.

Un'argomentazione connessa (ma distinta) suggerisce che un risanamento precoce potrebbe accentuare gli effetti di isteresi nell'economia¹⁷. Ciò riguarda situazioni in cui i rallentamenti congiunturali dell'attività economica hanno la capacità di nuocere in via permanente al potenziale produttivo dell'economia nel lungo periodo. Questi effetti di isteresi possono essere più pronunciati durante le profonde recessioni, quando elevati tassi di disoccupazione e la sua lunga durata aumentano il rischio di una perdita definitiva di competenze per alcuni lavoratori e quando i bassi livelli di investimento minacciano di determinare un calo permanente dello stock di capitale produttivo. Anche se non ci si attende che il moltiplicatore di bilancio sia più contenuto in futuro, i timori di effetti di isteresi potrebbero tuttavia far propendere per il rinvio dell'aggiustamento dei conti pubblici.

Alcuni osservatori hanno persino affermato che, in determinate circostanze, il risanamento precoce dei conti pubblici può essere controproducente. Ossia, in presenza di moltiplicatori di bilancio a breve termine sufficientemente elevati e di effetti di isteresi, è possibile che l'impatto frenante sulla crescita nel breve periodo dovuto al riequilibrio delle finanze pubbliche più che compensi la riduzione del debito dovuta a un minore indebitamento pubblico, causando un incremento del rapporto debito pubblico/PIL. I paesi con un rapporto debito/PIL inizialmente elevato sono quelli più esposti al rischio di un risanamento controproducente¹⁸. Sebbene la sostenibilità delle finanze pubbliche sia un concetto di lungo termine, stando a questa tesi vi possono essere situazioni in cui i mercati finanziari si concentrano eccessivamente sulle dinamiche di breve termine del debito pubblico. In

16) Questa argomentazione è sintetizzata in Blanchard, O. e Leigh, D., *Fiscal consolidation: At what speed?*, VoxEU, 3 maggio 2013. Per la letteratura a sostegno di questa tesi, cfr. tra l'altro Corsetti, Meier e Müller, op. cit., nota a piè di pagina n. 10; De Grauwe, P. e Ji, J., *Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications*, VoxEU, 21 febbraio 2013; nonché Blanchard, O. e Leigh, D., "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", *IMF Working Papers*, n. 13/00, FMI, 2013.

17) Cfr. DeLong, J.B. e Summers, L.H., "Fiscal policy in a depressed economy", *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera 2012.

18) Cfr. Eyraud, L. e Weber, A., "The Challenge of Debt Reduction during Fiscal Consolidation", *IMF Working Papers*, n. 13/67, FMI, 2013.

tali circostanze, un aumento temporaneo del rapporto debito/PIL potrebbe indebolire la fiducia dei mercati e innescare ulteriori effetti negativi attraverso un aumento dei tassi di interesse¹⁹⁾.

Ciò nonostante, vi sono forti argomentazioni a favore di un risanamento precoce dei conti pubblici²⁰⁾. I paesi che sono sottoposti a pressioni di mercato dovranno sostenere costi di indebitamento sovrano più elevati, il che comporterà disavanzi di bilancio maggiori a causa dei maggiori costi del servizio del debito. L'incremento dei differenziali sui titoli di Stato può anche essere trasmesso ai costi di indebitamento del settore privato, con implicazioni negative per la crescita economica e la dinamica del debito pubblico. I paesi che si trovano in queste situazioni spesso hanno scarse alternative se non anticipare il risanamento dei conti pubblici. In condizioni di tensione nei mercati finanziari, è più probabile che si instaurino equilibri multipli. In presenza di livelli elevati di incertezza, è essenziale che i governi stabiliscano credibilità, al fine di evitare "equilibri avversi". Ciò potrebbe richiedere un aggiustamento immediato di notevole entità.

Vi possono essere vantaggi nel risanamento anticipato anche in assenza di pressioni del mercato. Un'azione tempestiva per correggere gli squilibri di bilancio consente al paese di conseguire un avanzo primario più rapidamente, in modo da determinare una riduzione maggiore del debito pubblico in un dato periodo di tempo. Il risanamento graduale comporta anche rischi politici connessi alla tempistica dei cicli elettorali con il pericolo che la potenziale "fatica da aggiustamento" distolga dall'azione di risanamento se si estende su un orizzonte temporale prolungato. È possibile che verso la fine dei loro mandati i governi, se mirano alla rielezione, trovino più difficile realizzare le riforme, che implicano talvolta costi gravosi a breve termine. Inoltre, il risanamento graduale rimanda il momento in cui il pubblico è in grado di percepire i vantaggi dell'aggiustamento in termini di riduzione del debito pubblico, di minori costi di indebitamento del settore privato e di crescita economica sostenuta. Il rischio è che, nel frattempo, si affermi la percezione che le riforme non producono i risultati attesi e vadano quindi abbandonate. Ancora, quando le istituzioni preposte al bilancio sono deboli e i quadri di riferimento per le finanze pubbliche nel medio termine non sono vincolanti, potrebbe essere più difficile per i governi convincere i mercati o il pubblico che il risanamento delle finanze pubbliche approvato in quel momento trovi effettiva realizzazione in futuro. La tendenza dei mercati finanziari a concentrarsi sulla crescita a breve termine nei paesi ove è in corso un risanamento può riflettere la convinzione che un paese che subisce un calo consistente del PIL abbia scarse possibilità di sostenere lo sforzo di aggiustamento nel tempo²¹⁾.

Infine, per quanto concerne il rischio di un'azione di risanamento controproducente, che dimensioni devono avere i moltiplicatori di bilancio per determinare un tale esito? In generale, il risanamento è considerato controproducente quando il rapporto debito/PIL che ne consegue è superiore a quello dello scenario di base (in assenza di risanamento). I risultati per l'area dell'euro (cfr. tavola A nel riquadro 2) mostrano che il moltiplicatore di bilancio deve essere (in valore assoluto) significativamente superiore a 1 per indurre uno scenario avverso a cinque anni di distanza e deve essere molto elevata (ossia superiore a 3) per determinarlo a dieci anni di distanza. Nel complesso, come segnalato in studi analoghi²²⁾, i moltiplicatori devono raggiungere valori inverosimilmente alti perché il risanamento sia controproducente, specie su archi temporali più lunghi.

19) Cfr. Cottarelli, C. e Jaramillo, L., "Walking Hand in Hand: Fiscal Policy and Growth in Advanced Economies", *IMF Working Papers*, n. 12/137, FMI, 2012.

20) Cfr., ad esempio, Buti, M. e Pench, L., *Fiscal austerity and policy credibility*, VoxEU, 20 aprile 2012; Gros, D., *Can austerity be self-defeating?*, VoxEU, 29 novembre 2011; Padoan, P., Sila, U. e van den Noord, P., "Avoiding debt traps: financial backstops and structural reforms", *Economics Department Working Papers*, n. 976, OCSE, 2012.

21) Cfr. Cottarelli e Jaramillo, op. cit., nota a piè di pagina n. 19.

22) Cfr., ad esempio, Commissione europea, op. cit., nota a piè di pagina n. 15.

Le simulazioni nel riquadro 2 affrontano la questione più ampia dei vantaggi relativi di un risanamento anticipato o tardivo. Come mostra la tavola B, anche con moltiplicatori ragionevolmente elevati in situazioni di crisi e in periodi normali, il risanamento precoce riduce lo sforzo di aggiustamento cumulato richiesto per conseguire un determinato rapporto debito/PIL. Questo perché l'anticipazione degli interventi riduce l'effetto di aggravio che la spesa per interessi (corretta per la crescita) esercita sul rapporto debito/PIL (effetto "snowball") rispetto a interventi tardivi, in modo che nel lungo periodo è sufficiente un saldo primario inferiore per conseguire un determinato rapporto debito/PIL. L'anticipazione consegue anche una più rapida stabilizzazione del rapporto debito/PIL per tutte le varianti del moltiplicatore (di uno o due anni) e produce rapporti debito/PIL inferiori nel medio termine. Come già spiegato, è probabile che l'impatto negativo del risanamento sul PIL svanisca nel tempo, mentre i miglioramenti strutturali del saldo di bilancio che discendono da un risanamento impostato correttamente sono permanenti. La più rapida stabilizzazione del debito può anche concorrere a ridurre i costi di indebitamento sovrano e ad assicurare l'accesso ai mercati in situazioni in cui i mercati finanziari si concentrano sulle dinamiche di breve periodo del debito nel valutare la solvibilità di un emittente sovrano.

Riquadro 2

I MOLTIPLICATORI DI BILANCIO E LA DINAMICA DEL DEBITO

Il presente riquadro propone uno schema stilizzato teso a valutare la rilevanza dei moltiplicatori di bilancio per la dinamica del debito e il ritmo di risanamento.

Il modello stilizzato

La dinamica del debito pubblico è rappresentata da un modello basato sull'equazione tradizionale di accumulazione del debito

$$\Delta d_t = \underbrace{\frac{i_t - g_t}{1 + g_t}}_{\text{effetto "snowball"}} d_{t-1} - pb_t + dda_t$$

dove d è il rapporto debito/PIL, i è il tasso di interesse effettivo, g è il tasso di crescita del PIL (in termini nominali), pb è il rapporto tra saldo primario e PIL e dda è il raccordo disavanzo-debito. Come si può osservare, l'accumulazione del debito dipende dalle dimensioni relative del differenziale tra tasso di interesse e tasso di crescita $i - g$ e del saldo primario pb . Nell'ipotesi che dda sia pari a zero, un calo del tasso di crescita richiede un aumento del saldo primario per stabilizzare il profilo del rapporto debito/PIL.

Il modello per l'andamento futuro del rapporto debito/PIL utilizza in questa sede un semplice schema endogeno. La crescita del PIL dipende dal proprio ritardo, dal tasso di crescita del PIL potenziale e dalla velocità di riassorbimento dell'output gap. Lo schema per la crescita include anche effetti di isteresi¹⁾ e l'impatto delle variazioni dei tassi di interesse. Questi ultimi comprendono un premio per il rischio che aumenta quando il disavanzo di bilancio e il debito

1) Il parametro di isteresi si basa sulla stima pari a 0,241 ottenuta da DeLong e Summers (op. cit., nota a piè di pagina n. 17).

pubblico superano rispettivamente il 3 e il 60 per cento del PIL²⁾. L'impatto del risanamento dei conti pubblici sul PIL (ossia il moltiplicatore di bilancio) è introdotto come parametro esogeno nell'equazione della crescita. In questo schema confluisce anche l'effetto di retroazione della crescita del PIL sul saldo di bilancio attraverso gli stabilizzatori automatici³⁾.

Valori soglia del moltiplicatore che comporterebbero un risanamento controproducente

Questo schema stilizzato può essere impiegato per simulare l'impatto esercitato sulla dinamica del debito pubblico da uno sforzo di risanamento permanente pari al 3 per cento del PIL nel primo anno. Il risanamento è detto "controproducente" se il rapporto debito/PIL che ne discende è superiore rispetto allo scenario di base (in assenza di risanamento). I risultati di queste simulazioni mostrano che, dato il livello effettivo del debito nell'area dell'euro a fine 2012, il moltiplicatore di bilancio deve essere (in valore assoluto) significativamente superiore a 1 per indurre uno scenario controproducente a cinque anni di distanza e deve essere molto elevato (ossia superiore a 3) per determinare uno scenario controproducente a distanza di dieci anni (cfr. tavola A).

Tavola A Valori soglia del moltiplicatore per i quali il risanamento delle finanze pubbliche ha un impatto avverso sul rapporto debito/PIL nel periodo t

(percentuali)

Rapporto debito/PIL iniziale nell'area dell'euro		$t=1$	$t=3$	$t=5$	$t=10$
Effettivo (2012)	93	-0,8	-1,1	-1,6	-3,2
Ipotetico livello superiore del debito	120	-0,6	-0,9	-1,4	-3,0
Ipotetico livello inferiore del debito	60	-0,9	-1,2	-1,7	-3,4

Fonti: previsioni della Commissione europea (autunno 2013) ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati presuppongono un risanamento permanente per un ammontare complessivo pari al 3 per cento del PIL nel primo anno. I rapporti debito/PIL ipotetici non comportano modifiche ai parametri del modello stilizzato. Il periodo t è misurato in anni.

Il livello iniziale del debito svolge un ruolo importante nelle simulazioni⁴⁾. Per un determinato differenziale tra tasso di interesse e tasso di crescita, quanto più elevato è il livello del debito, tanto più difficile è stabilizzarlo e imprimergli una traiettoria discendente. Di conseguenza, in presenza di livelli di debito maggiori, il risanamento diventerà controproducente con moltiplicatori più bassi⁵⁾. Nella tavola A sono illustrati anche scenari ipotetici con rapporti iniziali debi-

2) La sensibilità dei tassi di interesse ai disavanzi di bilancio e al debito pubblico si basa su Laubach, T., "New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt", *Journal of the European Economic Association*, vol. 7(4), 2009, pagg. 858-885.

3) Il parametro per gli effetti congiunturali di bilancio è fissato a 0,5 (cioè per ogni punto percentuale di divario tra il prodotto e il suo potenziale stimato, la componente congiunturale corrispondente del saldo di bilancio è 0,5). Questo valore è in linea con le semi-elasticità di bilancio complessive utilizzate dalla Commissione europea per la sorveglianza dei conti pubblici (le semi-elasticità di bilancio si collocano a una media di 0,54 per l'insieme dell'area dell'euro, spaziando dallo 0,48 della Spagna allo 0,56 della Germania e allo 0,57 dei Paesi Bassi). Per dettagli, cfr. Mourre, G. et al., "The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal framework: an update", *Economic Papers*, n. 478, Commissione europea, marzo 2013.

4) Vi sono altri fattori alla base di alcune delle differenze tra gli scenari con e senza risanamento, dal momento che lo schema non è del tutto lineare. Gli effetti di isteresi, il ruolo del riassorbimento dell'output gap e il ritardo della crescita (tutte determinanti della crescita corrente del PIL in termini nominali) nonché il fatto che i premi per il rischio di tasso di interesse dipendano dai limiti su disavanzo/debito introducono effetti non lineari del risanamento nello schema stilizzato. Pertanto, il rapporto iniziale debito/PIL non è l'unica determinante del valore soglia del moltiplicatore in questo schema.

5) Quanto più è elevato il rapporto debito/PIL, tanto più consistente è l'avanzo primario necessario per stabilizzarlo a fronte di un determinato differenziale tra tasso di interesse e tasso di crescita. Pertanto, quanto più è elevato il rapporto debito/PIL, tanto più rilevante è lo sforzo di risanamento e, quindi, tanto più importante è l'impatto negativo sul prodotto. In termini di effetti sul rapporto debito/PIL, tale azione di risanamento più incisiva agisce sia sul numeratore (attraverso un miglioramento a posteriori più contenuto del saldo di bilancio) sia sul denominatore (tramite un PIL più modesto). Pertanto, nelle simulazioni vi è una differenza minore tra i rapporti debito/PIL negli scenari con e senza risanamento, specie sugli orizzonti temporali più brevi.

to/PIL maggiori e minori per l'area dell'euro (che comportano valori soglia per il moltiplicatore rispettivamente più bassi e più alti).

Nel complesso, i risultati suggeriscono che, se il moltiplicatore di bilancio ricade nell'intervallo solitamente considerato plausibile per un pacchetto di risanamento con una composizione equilibrata, il risanamento dei conti pubblici ha all'inizio un effetto avverso sul rapporto debito/PIL, che viene invertito nell'arco di qualche anno⁶. Pertanto, il risanamento dei conti pubblici comporta in ogni caso un'evoluzione più favorevole del rapporto debito/PIL.

Raffronto tra risanamento anticipato e posticipato

L'analisi presentata nella tavola A presuppone che il risanamento dei conti pubblici sia attuato interamente nel primo anno. In questo secondo esercizio si valutano le differenze tra gli effetti di un risanamento precoce e tardivo. In questo caso, per "precoce" si intende un risanamento dei conti pubblici condotto nei primi tre anni, mentre per "tardivo" si intende che il risanamento è ritardato di due anni per poi essere attuato su un lasso temporale sempre di tre anni. A fini di comparabilità, è importante che entrambi i percorsi finiscano per conseguire il medesimo effetto di risanamento. A tale scopo, si ipotizza che il rapporto debito/PIL raggiunga l'obiettivo del 60 per cento a 20 anni di distanza.

La tavola B mostra anche che l'intervento precoce stabilizza il rapporto debito/PIL con maggiore rapidità (di uno o due anni) per tutte le varianti del moltiplicatore e produce rapporti debito/PIL inferiori nel medio periodo.

Tavola B Raffronto degli effetti del risanamento precoce e tardivo nell'area dell'euro

Indicatori dell'area dell'euro	a) moltiplicatori costanti		b) i moltiplicatori si riducono nel terzo anno		c) i moltiplicatori si riducono nel quinto anno	
	intervento anticipato	intervento tardivo	intervento anticipato	intervento tardivo	intervento anticipato	intervento tardivo
Azione cumulata di risanamento (% del PIL)	93	-0,8	-1,1	-1,6	-3,2	-3,2
Numero di anni necessari a stabilizzare il rapporto debito/PIL	120	-0,6	-0,9	-1,4	-3,0	-3,0
Rapporto debito/PIL a distanza di cinque anni (fine del risanamento; %)	60	-0,9	-1,2	-1,7	-3,4	-3,4

Fonti: previsioni della Commissione europea (autunno 2013) ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati presuppongono il raggiungimento di un rapporto debito/PIL pari al 60 per cento a vent'anni di distanza. Nella colonna a), il moltiplicatore è 0,8 per tutti e cinque gli anni. Nella colonna b) il moltiplicatore è 1,3 nei primi due anni e 0,8 a partire dal terzo anno. Nella colonna c) il moltiplicatore è 1,3 nei primi quattro anni e 0,8 nel quinto. Nello scenario di intervento anticipato, il risanamento per importi annui identici avviene nei primi tre anni. Nello scenario di intervento tardivo, il risanamento per importi annui identici ha luogo nel terzo, quarto e quinto anno.

La prima riga della tavola B mostra che il risanamento precoce riduce lo sforzo cumulato richiesto per raggiungere l'obiettivo di un rapporto debito/PIL al 60 per cento a 20 anni di distanza nell'area dell'eu-

6) Un'analisi di sensibilità che considera i valori dei parametri utilizzati nello schema stilizzato di modellizzazione mostra che le conclusioni generali dell'analisi di base restano valide. I parametri che incidono maggiormente sulle dimensioni del moltiplicatore, soprattutto abbassando la soglia per lo scenario del risanamento controproducente, sono la velocità di riassorbimento dell'output gap e l'elasticità di bilancio rispetto all'output gap. Un riassorbimento più lento dell'output gap (ossia su un arco temporale di circa sette anni, anziché di cinque), che a sua volta dipende dalle dimensioni iniziali dell'output gap e dagli effetti di isteresi del risanamento aggiuntivo, comporterebbe una dinamica di crescita più lenta e, in concomitanza con altri fattori, aumenterebbe gli effetti negativi del risanamento dei conti pubblici sul rapporto debito/PIL. Analogamente, una maggiore elasticità di bilancio rispetto all'output gap indebolisce i miglioramenti del rapporto debito/PIL derivanti dal risanamento aggiuntivo e quindi riduce in qualche misura il valore soglia del moltiplicatore.

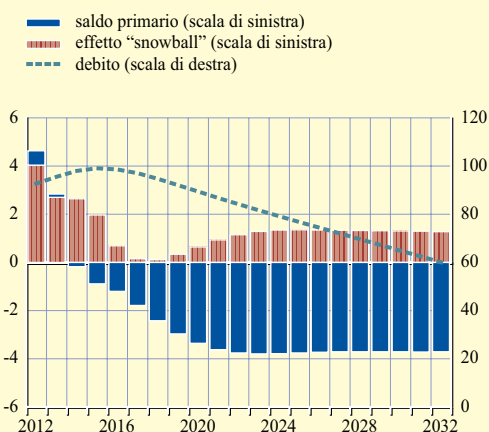
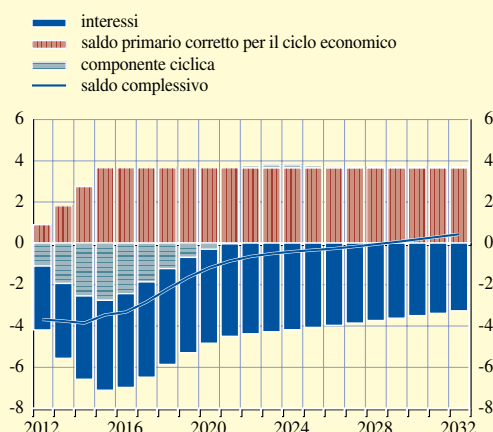
Scomposizione della dinamica del debito simulata nell'area dell'euro

(percentuali del PIL per il risanamento anticipato; punti percentuali di PIL per il risanamento tardivo)

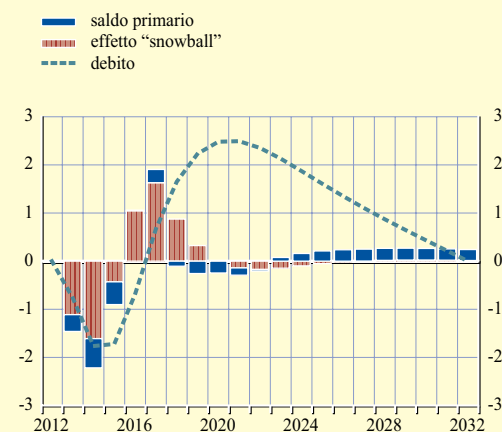
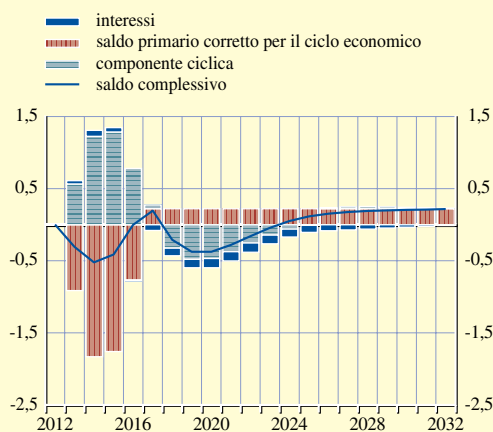
Saldo di bilancio in termini nominali

Rapporto debito/PIL

Risanamento anticipato



Risanamento tardivo: deviazione rispetto al risanamento anticipato



Fonti: previsioni della Commissione europea (autunno 2013) ed elaborazioni della BCE.

ro. L'anticipazione degli interventi riduce l'effetto di aggravio che la spesa per interessi corretta per la crescita esercita sul rapporto debito/PIL (effetto "snowball") rispetto a interventi tardivi, in modo che nel lungo periodo è necessario un saldo primario inferiore per conseguire un determinato rapporto debito/PIL. Ciò si applica a tutte e tre le varianti in termini di dimensioni e profilo temporale del moltiplicatore di bilancio. Rispetto allo scenario di base (che presenta moltiplicatori che non variano nel tempo), la differenza fra l'azione complessiva di risanamento in caso di interventi precoci e tardivi è solo lievemente inferiore (di 0,1) laddove i moltiplicatori scendono negli anni successivi.

Un esame più ravvicinato di queste simulazioni mostra come la dinamica del debito differisca tra i percorsi di risanamento precoce e tardivo in cui il moltiplicatore scende da 1,3 a 0,8 nel terzo anno

(cfr. figura). Con un risanamento precoce che inizia nel 2013, il saldo primario corretto per il ciclo economico raggiunge lo stato stazionario del 3,6 per cento del PIL nel 2015, mentre l'impatto del ciclo economico sul saldo primario svanisce entro il 2020. Nel 2016 l'avanzo primario è maggiore dell'effetto "snowball" derivante dal differenziale tra tasso di interesse e tasso di crescita; pertanto il rapporto debito/PIL inizia a diminuire raggiungendo il 60 per cento entro il 2032. In caso di risanamento tardivo, il saldo primario corretto per il ciclo non raggiunge lo stato stazionario (più elevato) pari al 3,9 per cento del PIL prima del 2017. Il saldo primario non supera l'effetto "snowball" e non conduce il rapporto debito/PIL su un sentiero discendente prima del 2017.

4 IMPATTO A PIÙ LUNGO TERMINE DEL RISANAMENTO DEI CONTI PUBBLICI SUL PRODOTTO

Le simulazioni appena descritte non prendono in considerazione l'effetto positivo a medio e lungo termine che il risanamento esercita sull'economia dal lato dell'offerta. Nel lungo termine, i programmi di risanamento correttamente impostati presentano notevoli vantaggi, non solo in termini di sostenibilità dei conti pubblici, ma anche in termini di PIL. In generale, la letteratura²³⁾ rileva che i vantaggi a più lungo termine del riequilibrio delle finanze pubbliche in termini di prodotto sono probabilmente maggiori quando 1) l'azione di risanamento è condotta prevalentemente dal lato della spesa, ma evita tagli alla spesa pubblica produttiva, 2) la dimensione del settore pubblico è già consistente e 3) il rapporto debito/PIL è elevato ed è minacciata la sostenibilità delle finanze pubbliche.

Per quanto concerne la riduzione della spesa, la letteratura empirica riporta evidenze del fatto che i moltiplicatori degli shock di spesa tendono a diminuire e a cambiare segno nel medio termine. In altre parole, le riduzioni della spesa pubblica improduttiva in particolare sono associate a effetti positivi sul prodotto nel medio e più lungo termine. Vi sono segnali che i governi sono sempre più consapevoli dell'esigenza di attuare riduzioni di spesa in maniera efficiente. Ad esempio le "spending review" sono tese a liberare risorse riducendo la spesa improduttiva e proteggendo al contempo i tipi di spesa pubblica maggiormente capaci di promuovere la crescita nel più lungo termine. È questo il caso, ad esempio, della spesa che a) sostiene la creazione di capitale fisico o umano (ad esempio investimenti in infrastrutture, ricerca e sviluppo, sanità e istruzione)²⁴⁾, b) dispone un impiego efficiente delle risorse pubbliche nello svolgimento di queste attività e c) favorisce la stabilità macroeconomica grazie a un orientamento a medio termine, alla sua prevedibilità e alla sua sostenibilità. Nel valutare la qualità della spesa pubblica possono essere illustrativi e utili gli indicatori della qualità delle finanze pubbliche, nonché le metodologie di valutazione e i termini di raffronto internazionali comunemente usati²⁵⁾.

23) La letteratura teorica non è concorde quando si tratta di stabilire se la politica di bilancio influisce sul livello o sul tasso di crescita del PIL pro capite. I modelli di crescita esogena (neoclassici) prevedono solo un impatto sui livelli, non effetti a lungo termine sulla crescita derivanti dal mutare delle variabili di politica di bilancio; i modelli di crescita endogena (cfr. nota seguente) prospettano invece effetti sul tasso di crescita, quanto meno durante la fase di transizione verso lo stato stazionario.

24) Ad esempio, Lucas sostiene che gli investimenti pubblici nell'istruzione aumentano il livello di capitale umano, circostanza che può essere considerata come la principale fonte di crescita economica nel lungo periodo (cfr. Lucas, R., "On the mechanism of economic development", *Journal of Monetary Economics*, n. 22, 1988, pagg. 3-42). Barro afferma che la spesa pubblica produttiva (ad esempio gli investimenti in infrastrutture) può promuovere, entro certi limiti, la crescita economica (cfr. Barro, R., "Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth", *Journal of Political Economy*, n. 98(5), 1990, pagg. 103-125). Romer fornisce argomentazioni a sostegno della rilevanza della spesa in ricerca e sviluppo (cfr. Romer, P., "Increasing Returns and Long-Run Growth", *Journal of Political Economy*, n. 94, 1986, pagg. 1002-1037; e Romer, P., "Human Capital and Growth: Theory and Evidence", *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, n. 32, 1990, pagg. 251-286).

25) Cfr., a tale riguardo, i lavori condotti dall'OCSE e dalla Commissione europea sulla qualità delle finanze pubbliche.

È probabile che nel più lungo termine l'impatto positivo della riduzione della spesa pubblica sia maggiore quando le dimensioni del settore pubblico sono notevoli e/o è minacciata la sostenibilità delle finanze pubbliche. In generale, settori pubblici di grandi dimensioni possono indebolire la crescita nel lungo periodo. Per essere sostenibili richiedono imposte elevate che possono disincentivare il lavoro e gli investimenti²⁶⁾. Per contro, il finanziamento di livelli elevati di spesa attraverso l'indebitamento determinerà livelli di debito più elevati (e potenzialmente non sostenibili), con un impatto negativo sulla stabilità macroeconomica, sui costi di indebitamento e, in ultima analisi, sulla crescita.

Come illustrano le simulazioni con il NAWM della BCE nel riquadro 6 del numero di dicembre 2012 di questo Bollettino, il risanamento dei conti pubblici è associato a effetti positivi sulla crescita del PIL nel lungo periodo per tutti gli strumenti di gettito e di spesa ad eccezione degli investimenti pubblici. L'aggiustamento riduce il livello del debito a medio termine e il margine di bilancio che ne consegue viene impiegato, secondo le ipotesi delle simulazioni, per ridurre l'onere fiscale sui redditi da lavoro, che ha effetti distorsivi. Di conseguenza, l'aumento iniziale delle imposte (sia dirette sia indirette) può essere associato a effetti positivi sul prodotto, seppure più moderati di quelli derivanti dalla riduzione della spesa non produttiva. Il risanamento riduce anche i premi per il rischio sovrano, determinando minori costi di finanziamento pubblico e creando margine di manovra per ulteriori riduzioni delle imposte sui redditi lavoro. Allo stesso tempo, i minori costi di finanziamento del settore privato generano un aumento dello stock di capitale nell'intera economia e livelli di prodotto più alti.

Nel complesso, il risanamento dei conti pubblici dovrebbe evitare distorsioni tese a eludere le riduzioni di spesa: sebbene nel breve periodo i tagli alla spesa improduttiva (ad eccezione dei trasferimenti pubblici) possano avere un impatto negativo più rilevante rispetto alle misure dal lato delle entrate, essi tendono a produrre i maggiori vantaggi in termini di prospettive di crescita a medio-lungo termine. Inoltre, le misure di risanamento basate sulla spesa favoriscono maggiormente la crescita a più lungo termine quando sono accompagnate da riforme dal lato dell'offerta (compresa la deregolamentazione dei mercati dei beni e del lavoro) e da moderazione salariale²⁷⁾.

5 CONCLUSIONI

L'analisi della letteratura sulla materia presentata in questo articolo indica che non esiste un unico moltiplicatore a breve termine associato al risanamento dei conti pubblici. I moltiplicatori dipendono dal paese, dalla tempistica e dall'episodio in cui si inquadrano. In genere, è presumibile che il risanamento dei conti pubblici abbia un impatto negativo sul prodotto nel breve periodo. Questo impatto è maggiore non solo durante le recessioni e/o in periodi di tensioni finanziarie, ma anche quando la politica monetaria ha spazi limitati e quando il risanamento viene condotto in molti paesi simultaneamente. Si riscontra un moltiplicatore di bilancio inferiore in presenza di finanze pubbliche deboli, specie quando è minacciata la sostenibilità del debito pubblico. Il moltiplicatore differisce anche a seconda dello strumento di bilancio impiegato.

26) Anche per la spesa pubblica produttiva la letteratura segnala l'esistenza di risposte non lineari in termini di crescita nel lungo periodo: l'aumento dello stock di capitale pubblico al di sopra di un determinato livello ottimale finisce per nuocere al prodotto e alla crescita (cfr. Barro, op. cit., nota a piè di pagina n. 24).

27) Cfr. Alesina, A., Favero, C. e Giavazzi, F., "The Output Effect of Fiscal Consolidations", *NBER Working Papers*, n. 18336, 2012; nonché Tsibouris, G.C., Horton, M.A., Flanagan, M.J. e Maliszewski, W., "Experience with Large Fiscal Adjustments", *IMF Occasional Papers*, n. 246, FMI, 2006.

È importante, tuttavia, spingersi oltre l'orizzonte ristretto del breve termine. È opinione ampiamente diffusa che risanamenti dei conti pubblici ben strutturati abbiano effetti positivi nel medio e lungo periodo. Il riequilibrio comporta un miglioramento permanente del saldo strutturale, mentre il deterioramento della crescita ha carattere solo temporaneo. Anche nel caso di un elevato moltiplicatore di bilancio, il risanamento dei conti pubblici potrebbe determinare all'inizio un rapporto debito/PIL più elevato ma questo effetto sarà però riassorbito in genere nell'arco di qualche anno. Per i paesi con livelli di debito elevati l'effetto avverso nel breve termine sul rapporto debito/PIL può essere più duraturo, ma il risanamento dei conti pubblici finisce comunque per riportare il debito su un percorso più sostenibile.

Simulazioni basate su ipotesi plausibili suggeriscono che il risanamento anticipato riduce l'azione complessiva di risanamento necessaria e stabilizza più rapidamente il rapporto debito/PIL (benché comporti in effetti riduzioni del prodotto maggiori nel breve periodo). Ciò detto, in molti casi, evitare tali costi a breve termine non è un'opzione praticabile. I paesi sottoposti a tensioni di bilancio sono costretti ad anticipare l'azione di risanamento per soddisfare il fabbisogno di finanziamento e ripristinare rapidamente la solidità dei conti pubblici con lo scopo di scongiurare brusche reazioni negative dei mercati. I fautori di un risanamento tardivo dei conti pubblici spesso segnalano i moltiplicatori più bassi attesi in futuro, a ripresa avviata. Questa però potrebbe rivelarsi una strategia pericolosa, soprattutto perché è improbabile che una ripresa si concretizzi laddove il rinvio del riequilibrio dei conti pubblici comporta l'ulteriore deterioramento delle posizioni di bilancio. In tale situazione, un risanamento tardivo richiederà maggiori sforzi di risanamento cumulati. Nel complesso, nel definire il percorso di aggiustamento delle finanze pubbliche, le argomentazioni appena esposte a favore di un riequilibrio anticipato spesso prevalgono su quelle che evidenziano i costi delle perdite di prodotto a breve termine, non da ultimo per considerazioni di politica economica.

In ogni caso, la credibilità del processo di risanamento dei conti pubblici, che risulta essenziale per ridurre i costi a breve termine del risanamento, andrebbe assicurata con piani a medio termine ben concepiti e basati su misure dettagliate e permanenti. È altresì essenziale che il risanamento delle finanze pubbliche poggia su una riduzione della spesa pubblica improduttiva, in quanto questa strategia sarà la più vantaggiosa per la crescita a medio termine e avrà un effetto duraturo sul disavanzo. La fiducia nei programmi di risanamento dei governi cresce ulteriormente quando questi sono accompagnati da riforme strutturali in grado di produrre effetti positivi dal lato dell'offerta nel più lungo termine.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1	Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2	Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta	S8
1.4	Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9

2 MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

2.1	Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2	Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3	Statistiche monetarie	S12
2.4	Scomposizione dei prestiti delle IFM	S15
2.5	Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6	Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7	Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S21
2.8	Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S22
2.9	Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento, suddivisi per emittente	S23
2.10	Bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie dell'area dell'euro	S24
2.11	Bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro	S25

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1	Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale	S26
3.2	Conti non finanziari dell'area dell'euro	S30
3.3	Famiglie	S32
3.4	Società non finanziarie	S33
3.5	Società di assicurazione e fondi pensione	S34

4 MERCATI FINANZIARI

4.1	Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S35
4.2	Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento	S36
4.3	Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S38
4.4	Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
4.5	Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S42
4.6	Tassi di interesse del mercato monetario	S44
4.7	Curve dei rendimenti dell'area dell'euro	S45
4.8	Indici del mercato azionario	S46

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1	IAPC, altri prezzi e costi	S47
5.2	Produzione e domanda	S50
5.3	Mercato del lavoro	S54

1) Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu. Per maggiore dettaglio e serie temporali più lunghe si rimanda allo *Statistical Data Warehouse* della BCE nella sezione "Statistics" del sito della BCE (sdw.ecb.europa.eu).

6	FINANZA PUBBLICA	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S56
6.2	Debito	S57
6.3	Variazione del debito	S58
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	S59
6.5	Debito e variazione del debito trimestrali	S60
7	TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S61
7.2	Conto corrente e conto capitale	S62
7.3	Conto finanziario	S64
7.4	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti	S70
7.5	Commercio di beni	S71
8	TASSI DI CAMBIO	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S73
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S74
9	INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S75
9.2	Stati Uniti e Giappone	S76
	LISTA DELLE FIGURE	S77
	NOTE TECNICHE	S79
	NOTE GENERALI	S85

ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 2014 PER L'INGRESSO DELLA LETTONIA

Con l'ingresso della Lettonia nell'area dell'euro a gennaio 2014, il numero dei paesi membri dell'area è salito a 18. Tutte le serie che contengono osservazioni relative al 2014 si riferiscono agli Euro 18 (area dell'euro, inclusa la Lettonia) per l'intera serie storica, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le riserve ufficiali – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e le controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro si riferiscono alla sua composizione evolutiva.

Informazioni dettagliate sulla composizione attuale dell'area dell'euro e sulle precedenti sono reperibili nelle Note generali

Segni convenzionali nelle tavole

“-”	dati inesistenti / non applicabili
“.”	dati non ancora disponibili
“...”	zero o valore trascurabile
“miliardi”	10 ⁹
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati



TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2) 3)}	M3 ^{2) 3)} media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ²⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ²⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	1,2	0,58	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	1,4	0,22	2,24
2013 2° trim.	8,0	4,5	2,8	-	-1,1	0,1	0,21	2,14
3° trim.	6,9	4,0	2,2	-	-1,9	1,9	0,22	2,05
4° trim.	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	1,9	0,24	2,24
2014 1° trim.	.	.	.	.	.	.	0,30	1,82
2013 ott.	6,5	3,2	1,4	1,6	-2,1	2,4	0,23	1,95
nov.	6,5	3,0	1,5	1,3	-2,3	2,5	0,22	1,99
dic.	5,7	2,5	1,0	1,2	-2,3	-0,8	0,27	2,24
2014 gen.	6,1	2,4	1,2	1,2	-2,3	-0,1	0,29	1,89
feb.	6,2	2,4	1,3	.	-2,2	.	0,29	1,88
mar.	.	.	.	.	.	.	0,31	1,82

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC ¹⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro ⁵⁾	PIL (dest.) ⁵⁾	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione (dest.) ⁵⁾	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro; dest.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	2,5	2,8	1,8	-0,7	-2,5	78,6	-0,6	11,3
2013	1,4	-0,2	1,4	-0,4	-0,7	78,3	-0,8	12,0
2013 3° trim.	1,3	-0,6	1,1	-0,3	-1,1	78,4	-0,9	12,0
4° trim.	0,8	-1,1	1,4	0,5	1,5	79,2	-0,5	11,9
2014 1° trim.	0,7	.	.	.	.	.	.	.
2013 ott.	0,7	-1,3	-	-	0,4	78,4	-	11,9
nov.	0,9	-1,2	-	-	2,8	-	-	11,9
dic.	0,8	-0,8	-	-	1,2	-	-	11,9
2014 gen.	0,8	-1,4	-	-	2,1	80,0	-	11,9
feb.	0,7	-1,7	-	-	.	.	-	11,9
mar.	0,5	.	-	-	.	.	-	.

3. Statistiche sull'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-20 ⁶⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
2012	130,9	92,6	72,0	689,4	-13,4	127,4	97,9	95,6	1,2848
2013	228,9	170,2	41,8	542,1	.	.	101,7	98,9	1,3281
2013 2° trim.	61,3	50,5	11,5	564,3	-13,8	128,1	100,8	98,3	1,3062
3° trim.	53,0	38,7	-14,7	586,8	-13,5	125,2	101,9	99,2	1,3242
4° trim.	88,3	50,9	52,4	542,1	.	.	103,1	100,0	1,3610
2014 1° trim.	.	.	.	.	.	.	103,9	100,8	1,3696
2013 ott.	28,9	19,0	1,4	579,6	-	-	102,8	99,7	1,3635
nov.	28,8	18,7	40,6	561,5	-	-	102,6	99,5	1,3493
dic.	30,6	13,2	10,4	542,1	-	-	103,9	100,7	1,3704
2014 gen.	6,8	1,0	12,2	570,8	-	-	103,4	100,3	1,3610
feb.	.	.	.	578,5	-	-	103,6	100,5	1,3659
mar.	.	.	.	.	-	-	104,6	101,5	1,3823

Fonti: BCE, Commissione europea (Eurostat e DG Affari economici e finanziari) e Thomson Reuters.

Nota: per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, cfr. le rispettive tavole successive della presente sezione.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente sono calcolate su dati di fine periodo per i dati mensili, su medie nel periodo per i dati trimestrali e annuali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.
- 3) M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.
- 4) Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la sezione 4.7 per i dettagli.
- 5) I dati si riferiscono agli Euro 18.
- 6) Per una definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	28 febbraio 2014	7 marzo 2014	14 marzo 2014	21 marzo 2014	28 marzo 2014
Oro e crediti in oro	303.158	303.158	303.134	303.134	303.134
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	243.828	244.312	244.460	244.650	244.548
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	24.130	23.867	23.790	23.893	23.137
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	19.005	18.806	18.321	19.200	17.742
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	664.508	654.015	648.892	644.074	640.766
Operazioni di rifinanziamento principali	94.036	87.047	92.565	96.906	121.305
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	569.694	566.682	556.324	546.249	518.043
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	776	284	2	917	1.417
Crediti connessi a scarti di garanzia	2	2	2	2	0
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	74.105	72.875	76.038	77.848	65.988
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	586.379	588.035	587.877	588.465	590.351
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	229.302	229.302	228.835	228.585	228.373
Altri titoli	357.077	358.733	359.042	359.880	361.978
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	28.237	28.237	28.237	28.237	28.237
Altre attività	237.729	239.020	237.022	236.578	238.201
Attività totali	2.181.079	2.172.324	2.167.771	2.166.080	2.152.103

2. Passività

	28 febbraio 2014	7 marzo 2014	14 marzo 2014	21 marzo 2014	28 marzo 2014
Banconote in circolazione	933.847	937.004	938.126	936.939	938.728
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	392.487	393.554	425.795	405.240	382.918
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	187.393	187.112	226.755	195.201	179.162
Depositi overnight	29.371	30.939	23.495	34.536	28.256
Depositi a tempo determinato	175.500	175.500	175.500	175.500	175.500
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	223	3	45	4	0
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	5.179	5.188	5.014	5.095	9.499
Certificati di debito	0	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	126.112	113.875	83.432	103.443	117.133
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	93.494	90.597	88.133	88.241	81.607
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	2.782	1.858	1.209	977	1.408
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	4.939	5.765	6.487	6.892	5.716
Contropartite dei DSP dell'FMI	52.717	52.717	52.717	52.717	52.717
Altre passività	214.249	216.495	211.527	211.206	206.808
Rivalutazioni	262.876	262.876	262.876	262.876	262.876
Capitale e riserve	92.395	92.395	92.453	92.454	92.692
Passività totali	2.181.079	2.172.324	2.167.771	2.166.080	2.152.103

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

(valori percentuali in ragione d'anno per i livelli; punti percentuali per le variazioni)

	Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile		Livello 6	Variazione 7
		Tasso fisso	Tasso minimo di offerta					
		Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5		
1999	1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10 dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21 gen.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
	11 mar.	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8 apr.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13 mag.	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011	13 apr.	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
	13 lug.	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
	9 nov.	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
	14 dic.	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25
2012	11 lug.	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25
2013	8 mag.	0,00	...	0,50	-	-0,25	1,00	-0,50
	13 nov.	0,00	...	0,25	-	-0,25	0,75	-0,25

Fonte: BCE.

- Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce sia ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale, sia alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla prima operazione di rifinanziamento principale successiva alla decisione del Consiglio direttivo).
- Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- Dal 9 ottobre 2008 la BCE ha ridotto da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 21 gennaio il corridoio è stato riportato a 200 punti base.
- L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Questa modifica sostituisce la decisione precedente (assunta lo stesso giorno) di ridurre di 50 punti base il tasso minimo d'offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali condotte mediante asta a tasso fisso.

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta ^{1), 2)}

(milioni di euro; tassi di interesse in valori percentuali su base annua)

1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine ³⁾

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Operazioni di rifinanziamento principali								
2013 23 dic.	133.585	117	133.585	0,25	-	-	-	7
30	168.662	181	168.662	0,25	-	-	-	9
2014 8 gen.	112.458	92	112.458	0,25	-	-	-	7
15	94.737	87	94.737	0,25	-	-	-	7
22	116.281	212	116.281	0,25	-	-	-	7
29	115.635	168	115.635	0,25	-	-	-	7
5 feb.	95.146	116	95.146	0,25	-	-	-	7
12	93.282	111	93.282	0,25	-	-	-	7
19	92.868	107	92.868	0,25	-	-	-	7
26	94.036	112	94.036	0,25	-	-	-	7
5 mar.	87.047	96	87.047	0,25	-	-	-	7
12	92.565	99	92.565	0,25	-	-	-	7
19	96.906	103	96.906	0,25	-	-	-	7
26	121.305	121	121.305	0,25	-	-	-	7
2 apr.	110.643	113	110.643	0,25	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine ⁵⁾								
2013 9 ott.	3.447	21	3.447	0,50	-	-	-	35
31	1.930	43	1.930	0,29	-	-	-	91
13 nov.	3.194	21	3.194	0,25	-	-	-	28
28	5.926	47	5.926	0,25	-	-	-	91
11 dic.	10.143	31	10.143	0,25	-	-	-	35
19	20.914	76	20.914	0,25	-	-	-	98
2014 15 gen.	7.092	28	7.092	0,25	-	-	-	28
30 ⁶⁾	4.955	69	4.955	-	-	-	-	92
12 feb.	6.480	30	6.480	0,25	-	-	-	28
27 ⁶⁾	6.297	63	6.297	-	-	-	-	91
12 mar.	7.522	30	7.522	0,25	-	-	-	28
27 ⁶⁾	11.617	83	11.617	-	-	-	-	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile				
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2013 23 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	185.795	132	179.000	-	-	0,25	0,25	0,17	7
30	Raccolta di depositi a tempo determinato	180.027	137	179.000	-	-	0,25	0,25	0,21	7
2014 8 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	152.067	126	152.067	-	-	0,25	0,25	0,23	7
18	Raccolta di depositi a tempo determinato	151.206	130	151.206	-	-	0,25	0,25	0,24	7
22	Raccolta di depositi a tempo determinato	211.022	158	175.500	-	-	0,25	0,25	0,23	7
29	Raccolta di depositi a tempo determinato	195.924	157	175.500	-	-	0,25	0,25	0,23	7
5 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	216.070	164	175.500	-	-	0,25	0,24	0,23	7
12	Raccolta di depositi a tempo determinato	195.520	159	175.500	-	-	0,25	0,24	0,23	7
19	Raccolta di depositi a tempo determinato	219.131	165	175.500	-	-	0,25	0,23	0,22	7
26	Raccolta di depositi a tempo determinato	219.077	159	175.500	-	-	0,25	0,23	0,21	7
5 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	223.227	160	175.500	-	-	0,25	0,22	0,21	7
12	Raccolta di depositi a tempo determinato	180.901	138	175.500	-	-	0,25	0,25	0,22	7
19	Raccolta di depositi a tempo determinato	199.721	152	175.500	-	-	0,25	0,23	0,21	7
26	Raccolta di depositi a tempo determinato	195.520	159	175.500	-	-	0,25	0,24	0,23	7
2 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	219.131	165	175.500	-	-	0,25	0,23	0,22	7

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante procedure d'asta standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti. L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 4 marzo 2010 la BCE ha deciso di tornare a utilizzare la procedura d'asta a tasso variabile nelle operazioni regolari di finanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi a partire dall'operazione aggiudicata il 28 aprile 2010 e regolata il giorno successivo.
- 4) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 5) Per le operazioni regolate il 22 dicembre 2011 e il 1° marzo 2012, a distanza di un anno le controparti hanno l'opzione di rimborsare una quota qualsiasi della liquidità loro assegnata nell'operazione, purché ciò avvenga nel giorno di regolamento di una operazione di rifinanziamento principale.
- 6) In questa operazione di rifinanziamento a più lungo termine, il tasso al quale tutte le offerte sono state accolte è stato indicizzato alla media del tasso minimo d'offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali condotte durante il periodo coperto dall'operazione. I tassi di interesse di queste operazioni di rifinanziamento a più lungo termine indicizzate sono stati arrotondati a due cifre decimali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli sul metodo di calcolo.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

(miliardi di euro; media dei valori giornalieri nel periodo, se non diversamente indicato; tassi d'interesse in valori percentuali in ragione d'anno)

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Aggregato soggetto a riserva nel periodo: (fine periodo)	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva positivo ¹⁾			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5	
2011	18.970,0	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8	
2012	18.564,7	9.971,7	637,5	2.583,9	1.163,1	4.208,4	
2013	17.847,1	9.811,6	518,8	2.447,1	1.152,6	3.917,1	
2013 set.	18.133,7	9.806,2	572,8	2.483,8	1.301,4	3.969,5	
ott. ²⁾	18.148,7	9.823,0	562,9	2.481,1	1.323,0	3.958,8	
nov. ²⁾	18.160,4	9.856,1	552,0	2.479,2	1.305,5	3.967,6	
dic. ²⁾	17.847,1	9.811,6	518,8	2.447,1	1.152,6	3.917,1	
2014 gen.	18.011,8	9.835,4	569,0	2.436,5	1.233,4	3.937,5	

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2013	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2013 12 nov.	103,8	244,9	141,1	0,0	0,50
10 dic.	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 14 gen. ³⁾	103,4	248,1	144,8	0,0	0,25
11 feb.	103,6	216,0	112,4	0,0	0,25
11 mar.	102,8	201,1	98,3	0,0	0,25
8 apr.	103,6	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità ⁴⁾	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ⁵⁾	Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2012	708,0	74,0	1.044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1.631,0
2013	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1.194,4
2013 8 ott.	538,2	96,2	674,6	0,2	248,2	58,9	189,8	918,3	80,1	41,9	268,4	1.245,6
12 nov.	550,9	90,8	652,4	0,1	244,6	52,1	187,2	920,4	70,9	63,4	244,9	1.217,4
10 dic.	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1.194,4
2014 14 gen.	532,7	129,3	592,1	0,3	236,8	60,1	149,3	947,9	61,2	24,7	248,1	1.256,0
11 feb.	510,3	105,4	576,4	0,3	232,5	42,1	164,4	931,8	83,4	-12,9	216,0	1.190,0
11 mar.	510,4	91,8	570,4	0,3	229,5	29,5	175,5	932,1	81,8	-17,6	201,1	1.162,8

Fonte: BCE.

- È applicato un coefficiente dell'1 per cento a partire dal periodo di mantenimento che comincia il 18 gennaio 2012. Un coefficiente del 2 per cento è applicato a tutti i periodi di mantenimento precedenti.
- Include l'aggregato soggetto a riserva delle istituzioni creditizie della Lettonia. In via transitoria, le istituzioni creditizie dell'area dell'euro potrebbero aver deciso di dedurre dai propri aggregati soggetti a riserva eventuali passività nei confronti di istituzioni creditizie con sede in Lettonia. A partire dall'aggregato soggetto a riserva a fine gennaio 2014, si applica il trattamento standard (cfr. Decisione BCE/2013/41 della BCE del 22 ottobre 2013 in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca centrale europea in seguito all'introduzione dell'euro in Lettonia).
- In conseguenza dell'adozione dell'euro da parte della Lettonia dal 1° gennaio 2014, l'aggregato soggetto a riserva è una media ponderata per il numero di giorni di calendario degli aggregati dei 17 paesi dell'area dell'euro per il periodo 11-31 dicembre 2013 e di quelli dei 18 paesi attualmente nell'area per il periodo dal 1° al 14 gennaio 2014.
- L'aggregato include la liquidità fornita nel quadro del programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite e del programma per i mercati dei titoli finanziari dell'Eurosistema.
- L'aggregato include la liquidità assorbita come risultato delle operazioni di *swap* in valuta dell'Eurosistema. Per ulteriori dettagli, cfr. <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.



MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2012	5.288,1	3.351,2	16,9	1,0	3.333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	-	23,4	799,9	8,3	382,3
2013	4.073,0	2.283,2	15,0	1,2	2.267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,4	8,3	408,6
2013 3° trim.	4.303,2	2.455,0	15,1	1,2	2.438,7	727,9	576,7	26,5	124,7	-	24,6	690,7	8,3	396,8
4° trim.	4.073,0	2.283,2	15,0	1,2	2.267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,4	8,3	408,6
2013 nov. dic.	4.147,9	2.338,7	15,1	1,2	2.322,4	723,2	573,8	25,8	123,5	-	25,0	649,9	8,4	402,7
	4.073,0	2.283,2	15,0	1,2	2.267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,4	8,3	408,6
2014 gen. feb. ^(p)	4.022,3	2.197,1	15,0	1,2	2.181,0	718,1	568,6	26,6	122,9	-	25,6	663,1	8,3	410,1
	3.986,3	2.156,6	15,0	1,2	2.140,5	712,4	567,5	25,2	119,7	-	26,5	671,5	8,3	410,9
IFM escluso l'Eurosistema														
2012	32.694,6	17.988,2	1.153,4	11.039,5	5.795,4	4.901,6	1.627,0	1.423,3	1.851,3	66,8	1.227,8	4.045,7	214,7	4.249,9
2013	30.443,8	16.982,7	1.082,3	10.650,0	5.250,5	4.672,2	1.694,3	1.335,2	1.642,7	58,1	1.232,8	3.856,1	210,8	3.431,1
2013 3° trim.	31.385,4	17.299,4	1.090,4	10.778,3	5.430,6	4.842,5	1.744,7	1.394,0	1.703,8	58,9	1.232,8	3.896,9	210,4	3.844,5
4° trim.	30.443,8	16.982,7	1.082,3	10.650,0	5.250,5	4.672,2	1.694,3	1.335,2	1.642,7	58,1	1.232,8	3.856,1	210,8	3.431,1
2013 nov. dic.	31.335,8	17.173,1	1.084,4	10.722,9	5.365,8	4.815,4	1.762,0	1.371,7	1.681,7	56,8	1.239,1	3.966,7	209,7	3.875,0
	30.443,8	16.982,7	1.082,3	10.650,0	5.250,5	4.672,2	1.694,3	1.335,2	1.642,7	58,1	1.232,8	3.856,1	210,8	3.431,1
2014 gen. feb. ^(p)	30.889,9	17.060,6	1.103,6	10.645,2	5.311,9	4.759,6	1.751,5	1.341,4	1.666,8	60,4	1.240,4	4.017,1	209,4	3.542,4
	30.749,0	16.975,5	1.095,0	10.639,7	5.240,8	4.753,6	1.768,3	1.319,2	1.666,1	53,2	1.237,6	4.004,1	208,6	3.516,4

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2012	5.288,1	938,2	3.062,2	81,4	64,5	2.916,4	-	0,0	536,6	298,7	452,5
2013	4.073,0	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	406,2	202,2	477,8
2013 3° trim.	4.303,2	944,6	2.225,0	82,0	49,2	2.093,8	-	0,0	444,8	225,4	463,5
4° trim.	4.073,0	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	406,2	202,2	477,8
2013 nov. dic.	4.147,9	953,5	2.093,0	88,2	58,9	1.945,9	-	0,0	426,9	203,6	470,9
	4.073,0	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	406,2	202,2	477,8
2014 gen. feb. ^(p)	4.022,3	958,6	1.953,4	87,5	41,2	1.824,7	-	0,0	432,3	194,0	484,1
	3.986,3	960,0	1.921,4	94,9	42,7	1.783,7	-	0,0	443,1	177,5	484,3
IFM escluso l'Eurosistema											
2012	32.694,6	-	17.195,3	169,6	10.866,2	6.159,5	534,7	4.848,9	2.343,9	3.494,5	4.277,2
2013	30.443,8	-	16.647,5	152,2	10.934,2	5.561,1	462,9	4.352,7	2.398,3	3.106,2	3.476,2
2013 3° trim.	31.385,4	-	16.851,0	190,9	10.928,7	5.731,4	476,8	4.471,5	2.392,7	3.275,1	3.918,4
4° trim.	30.443,8	-	16.647,5	152,2	10.934,2	5.561,1	462,9	4.352,7	2.398,3	3.106,2	3.476,2
2013 nov. dic.	31.335,8	-	16.803,0	175,4	10.940,0	5.687,6	474,8	4.436,6	2.399,1	3.270,4	3.951,9
	30.443,8	-	16.647,5	152,2	10.934,2	5.561,1	462,9	4.352,7	2.398,3	3.106,2	3.476,2
2014 gen. feb. ^(p)	30.889,9	-	16.704,7	149,0	10.922,7	5.633,0	489,3	4.373,6	2.423,8	3.273,4	3.625,1
	30.749,0	-	16.689,6	178,5	10.934,5	5.576,6	480,9	4.346,3	2.431,9	3.243,7	3.556,6

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.
- 3) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 4) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni e detenute da non residenti dell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività ²⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2012	26.246,1	12.210,7	1.170,3	11.040,4	3.629,2	2.195,4	1.433,8	767,0	4.845,6	222,9	4.570,8
2013	24.648,9	11.748,4	1.097,3	10.651,1	3.622,0	2.261,9	1.360,1	792,4	4.488,5	219,1	3.778,5
2013 3° trim.	25.416,7	11.885,0	1.105,5	10.779,5	3.741,9	2.321,4	1.420,5	792,7	4.587,6	218,7	4.190,7
4° trim.	24.648,9	11.748,4	1.097,3	10.651,1	3.622,0	2.261,9	1.360,1	792,4	4.488,5	219,1	3.778,5
2013 nov. dic.	25.414,4	11.823,5	1.099,5	10.724,1	3.733,4	2.335,8	1.397,6	795,2	4.616,6	218,1	4.227,6
2013 nov. dic.	24.648,9	11.748,4	1.097,3	10.651,1	3.622,0	2.261,9	1.360,1	792,4	4.488,5	219,1	3.778,5
2014 gen. feb. ^(p)	25.048,4	11.764,9	1.118,5	10.646,4	3.688,0	2.320,0	1.368,0	795,4	4.680,2	217,7	3.902,1
2014 gen. feb. ^(p)	24.993,8	11.750,9	1.110,0	10.640,9	3.680,2	2.335,8	1.344,3	792,8	4.675,6	216,9	3.877,5
Transazioni											
2012	87,5	-38,0	-4,7	-33,4	113,1	183,6	-70,5	38,5	-151,1	-14,0	139,0
2013	-1.615,3	-274,0	-73,8	-200,3	-27,2	46,2	-73,4	14,1	-79,5	-2,0	-1.246,7
2013 3° trim.	-428,2	-95,5	-12,5	-83,0	-70,1	-58,6	-11,6	-8,5	-75,3	1,1	-179,9
4° trim.	-670,5	-98,0	-8,1	-89,8	-137,0	-75,1	-61,8	-5,1	-14,1	0,7	-417,0
2013 nov. dic.	-30,4	-18,2	-18,6	0,4	-10,9	-7,8	-3,0	1,3	5,6	0,7	-8,8
2013 nov. dic.	-704,2	-57,4	-1,9	-55,5	-110,9	-73,1	-37,9	-0,8	-85,0	1,2	-451,3
2014 gen. feb. ^(p)	289,4	-4,4	19,8	-24,1	44,2	43,2	1,0	6,9	127,3	-1,5	116,9
2014 gen. feb. ^(p)	-19,8	-2,9	-8,6	5,7	0,2	10,6	-10,3	-5,3	20,1	-0,8	-31,1

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività ²⁾	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
Consistenze										
2012	26.246,1	876,8	251,0	10.930,7	467,9	2.853,4	2.396,4	3.793,2	4.729,7	-52,9
2013	24.648,9	921,2	214,5	10.974,4	404,8	2.587,1	2.339,1	3.308,4	3.954,0	-54,6
2013 3° trim.	25.416,7	894,0	272,9	10.977,9	417,9	2.643,0	2.372,8	3.500,5	4.381,9	-44,2
4° trim.	24.648,9	921,2	214,5	10.974,4	404,8	2.587,1	2.339,1	3.308,4	3.954,0	-54,6
2013 nov. dic.	25.414,4	903,4	263,6	10.999,0	417,9	2.631,4	2.357,1	3.474,0	4.422,9	-54,7
2013 nov. dic.	24.648,9	921,2	214,5	10.974,4	404,8	2.587,1	2.339,1	3.308,4	3.954,0	-54,6
2014 gen. feb. ^(p)	25.048,4	908,3	236,5	10.963,9	428,9	2.583,8	2.385,6	3.467,4	4.109,2	-35,1
2014 gen. feb. ^(p)	24.993,8	910,2	273,4	10.977,2	427,7	2.560,5	2.403,7	3.421,1	4.040,9	-21,0
Transazioni										
2012	87,5	19,5	-5,1	184,1	-18,2	-124,8	155,9	-251,7	151,1	-23,3
2013	-1.615,3	44,4	-37,3	161,0	-46,6	-198,8	77,0	-441,9	-1.187,5	14,2
2013 3° trim.	-428,2	8,1	-70,6	-60,1	-18,1	-40,8	7,2	-131,6	-151,2	28,7
4° trim.	-670,5	27,2	-59,2	22,3	-12,7	-25,6	-3,7	-179,4	-426,3	-13,2
2013 nov. dic.	-30,4	5,4	18,4	28,1	-1,1	-6,3	-1,9	-46,0	-11,3	-15,7
2013 nov. dic.	-704,2	17,8	-49,6	-19,6	-12,8	-22,1	6,6	-164,6	-464,1	4,1
2014 gen. feb. ^(p)	289,4	-13,5	20,7	-31,2	24,1	-13,6	17,1	117,3	148,2	20,3
2014 gen. feb. ^(p)	-19,8	1,9	36,9	29,6	-1,2	-14,5	5,3	-17,0	-77,3	16,3

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2) Una modifica del sistema di registrazione dei prodotti derivati adottata da uno Stato membro a dicembre 2010 ha determinato un aumento di questa posizione.

3) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.

4) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni e detenute da non residenti dell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro ³⁾			Attività nette sull'estero ⁴⁾			
	1	2	3	4	5				6	7	8		Prestiti		12
													9	10		11
	Consistenze														
2012	5.107,1	3.882,3	8.989,4	790,1	9.779,5	-	7.568,9	3.406,0	13.056,3	10.855,1	-	1.035,6			
2013	5.390,1	3.812,4	9.202,5	625,2	9.827,7	-	7.302,3	3.402,1	12.694,9	10.541,3	-	1.162,6			
2013 3° trim.	5.344,7	3.852,4	9.197,1	664,6	9.861,6	-	7.367,4	3.437,4	12.864,3	10.628,0	-	1.079,7			
4° trim.	5.390,1	3.812,4	9.202,5	625,2	9.827,7	-	7.302,3	3.402,1	12.694,9	10.541,3	-	1.162,6			
2013 nov.	5.424,4	3.816,3	9.240,7	658,1	9.898,8	-	7.359,8	3.429,2	12.765,1	10.575,2	-	1.140,4			
dic.	5.390,1	3.812,4	9.202,5	625,2	9.827,7	-	7.302,3	3.402,1	12.694,9	10.541,3	-	1.162,6			
2014 gen.	5.447,0	3.793,5	9.240,5	649,5	9.890,0	-	7.346,0	3.450,0	12.711,0	10.550,2	-	1.204,7			
feb. ⁵⁾	5.493,2	3.780,1	9.273,3	644,5	9.917,8	-	7.332,3	3.450,5	12.679,5	10.544,8	-	1.250,3			
	Transazioni														
2012	307,4	78,1	385,5	-55,4	330,0	-	-116,4	184,9	-102,6	-70,8	-16,8	99,3			
2013	291,2	-66,8	224,4	-123,8	100,6	-	-91,4	-25,2	-306,4	-247,8	-219,8	361,6			
2013 3° trim.	87,8	-20,5	67,4	-28,5	38,9	-	-35,0	-21,1	-69,3	-69,1	-62,1	62,4			
4° trim.	48,8	-39,3	9,5	-20,1	-10,6	-	-19,6	-50,7	-153,2	-64,2	-58,4	155,1			
2013 nov.	26,3	-5,4	20,8	-3,4	17,5	-	-16,5	-38,3	-60,6	-28,7	-25,9	47,6			
dic.	-32,2	-3,1	-35,3	-15,1	-50,4	-	-25,9	-25,9	-56,3	-21,8	-18,6	64,4			
2014 gen.	45,2	-23,1	22,1	24,1	46,2	-	-1,4	31,3	-6,4	-10,4	-10,3	19,4			
feb. ⁵⁾	49,1	-11,8	37,3	-4,2	33,1	-	-6,6	-4,7	-9,7	5,8	7,5	41,1			
	Variazioni percentuali														
2012	6,4	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,5	-1,5	5,9	-0,8	-0,6	-0,2	99,3			
2013	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,0	361,6			
2013 3° trim.	6,6	0,1	3,8	-17,6	2,0	1,9	-1,3	0,7	-1,2	-2,0	-1,5	315,0			
4° trim.	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,0	361,6			
2013 nov.	6,5	-1,5	3,0	-16,3	1,5	1,3	-0,9	-0,6	-1,6	-2,3	-1,8	315,9			
dic.	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,0	361,6			
2014 gen.	6,1	-2,6	2,4	-12,9	1,2	1,2	-1,1	0,2	-2,3	-2,3	-2,0	340,0			
feb. ⁵⁾	6,2	-2,7	2,4	-11,5	1,3	.	-1,2	0,0	-2,3	-2,2	-2,0	388,5			

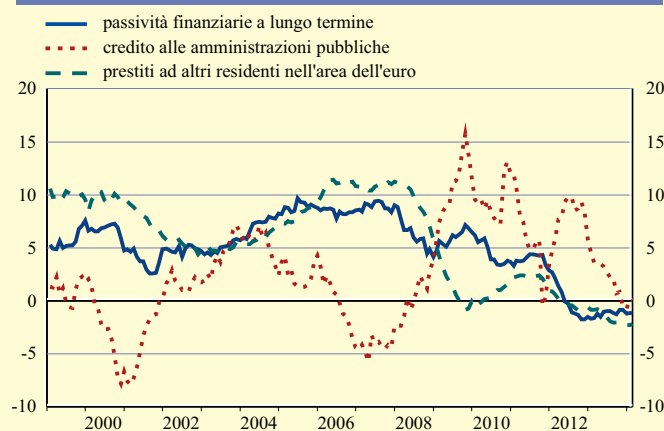
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (Poste, Tesoro, ecc.) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle amministrazioni centrali. Per le definizioni di M1, M2 e M3 cfr. il Glossario.
- 3) Esclude le operazioni pronti contro termine con controparti centrali condotte da giugno 2012; i dati sono stati corretti per tener conto di tale effetto.
- 4) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.
- 5) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM a seguito di una loro cessione o cartolarizzazione.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

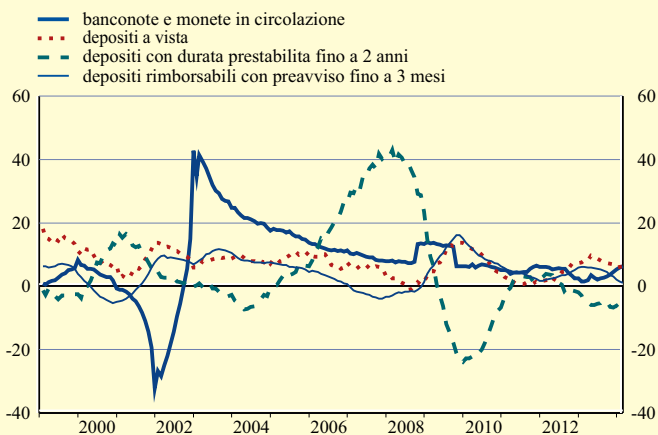
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Componenti degli aggregati monetari e passività finanziarie a lungo termine

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine ²⁾	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2012	863,9	4.243,1	1.801,8	2.080,6	123,7	483,3	183,2	2.685,0	106,1	2.395,2	2.382,6
2013	909,5	4.480,5	1.690,8	2.121,6	118,8	417,9	88,5	2.510,8	91,7	2.372,8	2.327,1
2013 3° trim.	893,7	4.451,0	1.719,5	2.132,9	110,1	421,7	132,7	2.506,4	93,6	2.393,5	2.373,9
4° trim.	909,5	4.480,5	1.690,8	2.121,6	118,8	417,9	88,5	2.510,8	91,7	2.372,8	2.327,1
2013 nov. dic.	902,9 909,5	4.521,5 4.480,5	1.683,7 1.690,8	2.132,6 2.121,6	118,8 118,8	417,5 417,9	121,8 88,5	2.515,6 2.510,8	92,1 91,7	2.395,0 2.372,8	2.357,1 2.327,1
2014 gen. feb. ^(p)	913,7 919,1	4.533,2 4.574,1	1.674,1 1.663,3	2.119,4 2.116,8	124,7 130,2	433,8 427,0	91,0 87,3	2.499,9 2.473,2	90,9 91,3	2.374,9 2.363,3	2.380,3 2.404,5
Transazioni											
2012	20,2	287,2	-36,5	114,6	-17,0	-20,0	-18,4	-105,8	-10,2	-156,1	155,6
2013	45,6	245,6	-110,0	43,2	-11,9	-48,6	-63,3	-137,1	-14,3	-18,4	78,5
2013 3° trim.	12,9	74,9	-32,1	11,6	-15,1	-16,8	3,4	-44,9	-3,0	-6,3	19,3
4° trim.	15,8	32,9	-28,7	-10,6	9,6	-3,4	-26,3	17,3	-1,8	-18,2	-16,9
2013 nov. dic.	4,9 6,6	21,4 -38,8	-9,8 7,8	4,4 -11,0	1,9 0,1	-5,7 0,8	0,4 -16,0	-2,0 0,7	-0,6 -0,4	-6,0 -20,8	-7,8 -5,5
2014 gen. feb. ^(p)	3,6 5,4	41,6 43,8	-20,4 -9,3	-2,7 -2,5	5,6 5,7	15,9 -6,7	2,5 -3,1	-21,3 -18,5	-0,8 0,5	-3,2 0,0	23,9 11,4
Variazioni percentuali											
2012	2,4	7,2	-2,0	5,8	-11,8	-3,9	-9,6	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,3
2013 3° trim.	3,1	7,3	-4,9	4,5	-18,1	-11,9	-30,9	-6,4	-14,9	-1,5	5,5
4° trim.	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,3
2013 nov. dic.	4,5 5,3	6,9 5,8	-6,8 -6,1	3,1 2,1	-9,4 -9,5	-12,6 -10,4	-30,8 -37,4	-5,5 -5,1	-14,4 -13,5	-0,6 -0,8	4,8 3,3
2014 gen. feb. ^(p)	5,8 6,2	6,2 6,2	-7,3 -7,0	1,5 1,0	-9,1 -2,4	-6,4 -8,0	-34,5 -31,1	-5,3 -5,7	-12,5 -10,7	-0,8 -0,5	3,8 3,7

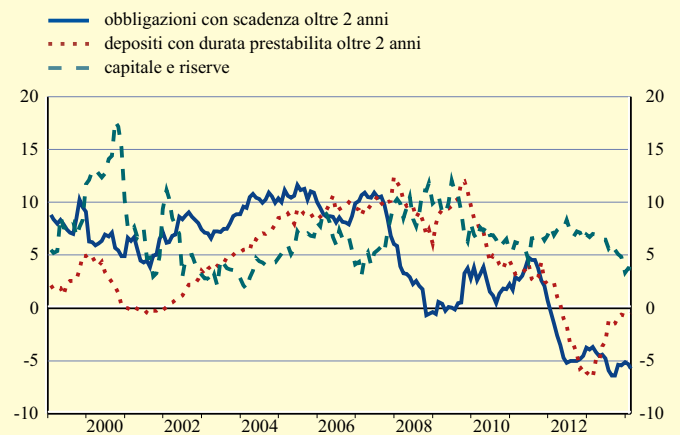
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2) Esclude le operazioni pronti contro termine con controparti centrali condotte da giugno 2012; i dati sono stati corretti per tener conto di tale effetto.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

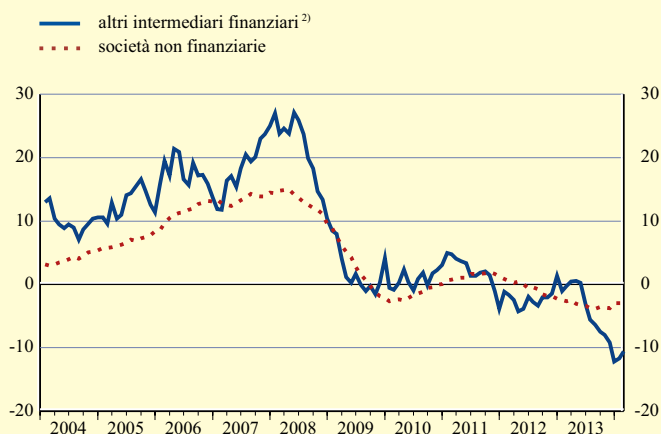
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

3. Prestiti in contropartita di M3

	Società di assicurazione e fondi pensione		Società non finanziarie				Famiglie ³⁾					
	Totale	Altri intermediari finanziari ²⁾	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti		
											Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2012	89,0	977,0	4.546,5	-	1.129,8	795,7	2.621,1	5.242,5	-	601,8	3.824,6	816,1
2013	98,3	866,1	4.356,2	-	1.068,0	740,5	2.547,7	5.220,6	-	573,2	3.851,6	795,9
2013 3° trim.	95,4	902,7	4.394,0	-	1.081,7	762,5	2.549,8	5.235,9	-	582,2	3.845,5	808,2
4° trim.	98,3	866,1	4.356,2	-	1.068,0	740,5	2.547,7	5.220,6	-	573,2	3.851,6	795,9
2013 nov. dic.	100,1	882,9	4.363,7	-	1.062,5	758,8	2.542,3	5.228,5	-	572,6	3.855,6	800,3
2013 nov. dic.	98,3	866,1	4.356,2	-	1.068,0	740,5	2.547,7	5.220,6	-	573,2	3.851,6	795,9
2014 gen. feb. ⁴⁾	99,9	849,9	4.373,9	-	1.061,4	743,1	2.569,4	5.226,5	-	572,4	3.858,3	795,9
2014 gen. feb. ⁴⁾	102,7	862,2	4.348,8	-	1.048,4	741,8	2.558,6	5.231,3	-	571,7	3.865,5	794,1
Transazioni												
2012	-2,0	12,9	-107,3	-61,8	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,7	48,5	-5,1
2013	9,6	-120,0	-133,5	-128,2	-44,5	-45,0	-44,0	-4,0	15,6	-18,2	27,2	-13,0
2013 3° trim.	1,4	-40,3	-32,9	-35,2	-14,5	-8,3	-10,1	2,8	11,0	-0,6	3,5	-0,1
4° trim.	3,0	-33,9	-25,9	-27,6	-8,9	-17,8	0,7	-7,4	-0,4	-6,4	7,0	-8,1
2013 nov. dic.	2,9	-15,0	-13,2	-14,1	-8,4	-1,3	-3,5	-3,4	0,0	-2,0	2,5	-3,9
2013 nov. dic.	-1,7	-15,0	-0,2	0,9	7,4	-16,3	8,7	-4,9	-3,0	1,5	-3,4	-3,0
2014 gen. feb. ⁴⁾	1,5	-1,8	-9,3	-9,2	-9,0	-0,7	0,4	-0,8	-0,9	-0,5	1,3	-1,5
2014 gen. feb. ⁴⁾	2,8	10,0	-12,6	-12,7	-8,2	1,4	-5,9	5,6	7,4	-0,7	7,2	-0,8
Variazioni percentuali												
2012	-2,2	1,3	-2,3	-1,3	0,6	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,6
2013	10,8	-12,2	-3,0	-2,8	-4,0	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 3° trim.	9,9	-7,5	-3,6	-2,8	-3,1	-5,6	-3,2	0,1	0,4	-2,3	0,8	-1,0
4° trim.	10,8	-12,2	-3,0	-2,8	-4,0	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 nov. dic.	14,0	-9,2	-3,8	-3,1	-4,6	-5,0	-3,1	0,0	0,3	-3,2	0,9	-1,7
2013 nov. dic.	10,8	-12,2	-3,0	-2,8	-4,0	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 gen. feb. ⁴⁾	7,6	-11,7	-2,9	-2,8	-4,4	-5,4	-1,6	-0,2	0,2	-3,0	0,5	-1,7
2014 gen. feb. ⁴⁾	11,2	-10,6	-3,0	-3,1	-5,6	-4,7	-1,3	-0,1	0,4	-2,7	0,6	-1,7

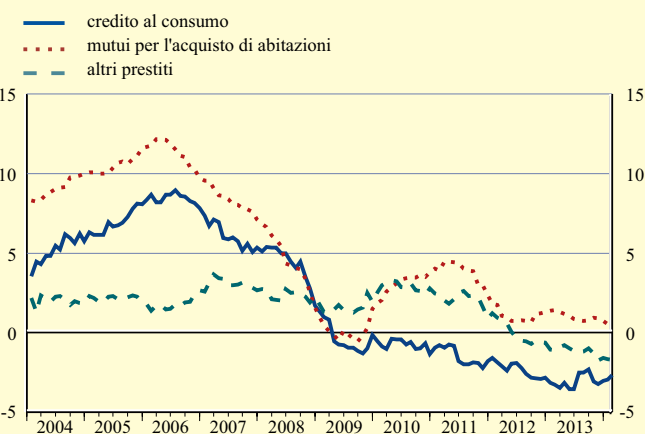
F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F6 Prestiti alle famiglie ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2) Esclude le operazioni pronte contro termine con controparti centrali condotte da giugno 2010; i dati sono stati corretti per tener conto di tale effetto.

3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

4) Correzione effettuata per la cancellazione dei prestiti dal bilancio delle FMI a causa della loro cessione o cartolarizzazione.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari					Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	Pronti contro termine con controparti centrali 6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2013	90,0	72,6	4,1	13,3	984,9	122,4	438,8	223,7	322,4	4.345,0	1.059,8	739,3	2.545,9
2013 3° trim.	98,5	82,1	3,5	12,9	1.048,6	137,7	504,3	215,2	329,1	4.393,5	1.079,0	764,0	2.550,6
4° trim.	90,0	72,6	4,1	13,3	984,9	122,4	438,8	223,7	322,4	4.345,0	1.059,8	739,3	2.545,9
2013 dic.	90,0	72,6	4,1	13,3	984,9	122,4	438,8	223,7	322,4	4.345,0	1.059,8	739,3	2.545,9
2014 gen.	97,2	79,6	4,0	13,5	952,3	106,2	415,3	222,6	314,4	4.371,1	1.063,5	739,6	2.568,0
feb. ^(p)	100,5	83,2	3,9	13,4	970,0	113,8	430,1	220,8	319,0	4.347,9	1.050,6	739,6	2.557,7
Transazioni													
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-70,7	49,2	-50,4	3,9	-24,2	-134,0	-44,3	-45,0	-44,7
2013 3° trim.	3,7	3,2	-0,3	0,7	-43,7	-8,0	-32,0	2,4	-14,0	-41,8	-27,5	-7,5	-6,8
4° trim.	-8,4	-9,4	0,6	0,4	-45,0	0,7	-48,7	9,3	-5,5	-36,6	-14,4	-20,4	-1,8
2013 dic.	-10,9	-10,8	0,3	-0,4	-23,6	-5,3	-26,3	7,2	-4,5	-18,7	-0,7	-17,9	-0,2
2014 gen.	7,2	7,0	-0,1	0,2	-18,2	-16,2	-21,6	-1,7	5,2	-1,0	1,3	-3,1	0,8
feb. ^(p)	3,3	3,5	-0,1	-0,1	15,5	7,6	16,5	-2,5	1,4	-10,7	-8,1	2,8	-5,4
Variazioni percentuali													
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,3	28,0	-9,6	1,9	-6,9	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2013 3° trim.	10,0	14,5	-37,6	5,5	-4,1	12,4	-4,1	-0,8	-5,9	-3,6	-3,1	-5,6	-3,2
4° trim.	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,3	28,0	-9,6	1,9	-6,9	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2013 dic.	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,3	28,0	-9,6	1,9	-6,9	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2014 gen.	7,6	9,1	-5,9	3,9	-9,5	-2,7	-16,8	3,7	-6,8	-3,0	-4,4	-5,4	-1,6
feb. ^(p)	11,2	13,4	-4,7	3,6	-8,8	-1,2	-14,0	1,8	-7,6	-3,0	-5,6	-4,7	-1,3

2. Prestiti alle famiglie ³⁾

	Credito al consumo					Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Imprese individuali	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2013	5.230,0	575,6	128,6	169,3	277,7	3.857,8	12,7	55,4	3.789,7	796,6	408,7	136,5	76,5	583,6
2013 3° trim.	5.237,7	583,0	130,4	170,4	282,2	3.847,1	12,6	55,8	3.778,7	807,6	413,5	138,4	77,6	591,6
4° trim.	5.230,0	575,6	128,6	169,3	277,7	3.857,8	12,7	55,4	3.789,7	796,6	408,7	136,5	76,5	583,6
2013 dic.	5.230,0	575,6	128,6	169,3	277,7	3.857,8	12,7	55,4	3.789,7	796,6	408,7	136,5	76,5	583,6
2014 gen.	5.224,6	571,2	126,6	167,4	277,3	3.858,2	12,9	55,3	3.790,0	795,2	408,3	135,4	75,8	583,9
feb. ^(p)	5.221,3	567,8	124,7	166,5	276,6	3.860,6	12,8	55,1	3.792,8	792,9	407,8	133,8	76,3	582,8
Transazioni														
2013	-4,4	-18,2	-4,0	-6,9	-7,3	26,9	-1,4	-1,5	29,8	-13,1	-10,6	-3,5	-3,5	-6,1
2013 3° trim.	-1,2	-2,1	0,0	-1,0	-1,1	6,7	-1,1	0,1	7,7	-5,8	-1,5	-6,0	-0,7	0,9
4° trim.	0,1	-4,8	-0,5	-1,5	-2,9	11,6	0,1	-0,4	11,9	-6,7	-3,0	-0,4	-0,9	-5,3
2013 dic.	-2,3	3,5	3,4	1,0	-0,9	1,5	0,0	-0,5	2,0	-7,3	-0,4	-3,7	-0,5	-3,1
2014 gen.	-12,1	-4,1	-2,2	-0,9	-1,1	-5,1	0,0	-0,3	-4,8	-2,9	-1,7	-1,1	-0,8	-1,0
feb. ^(p)	-2,5	-3,5	-1,9	-0,9	-0,8	2,4	-0,1	-0,4	2,9	-1,3	0,0	-1,6	0,6	-0,3
Variazioni percentuali														
2013	-0,1	-3,0	-2,9	-4,0	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,5	-2,5	-4,4	-1,0
2013 3° trim.	0,1	-2,3	-0,8	-3,9	-2,1	0,8	-10,1	-2,4	0,9	-1,0	-1,2	-1,1	-5,6	-0,4
4° trim.	-0,1	-3,0	-2,9	-4,0	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,5	-2,5	-4,4	-1,0
2013 dic.	-0,1	-3,0	-2,9	-4,0	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,5	-2,5	-4,4	-1,0
2014 gen.	-0,2	-2,9	-3,4	-3,6	-2,3	0,5	-9,6	-2,9	0,6	-1,7	-2,5	-2,8	-4,2	-1,1
feb. ^(p)	-0,1	-2,7	-3,7	-2,9	-2,1	0,6	-9,6	-3,0	0,7	-1,7	-2,3	-3,2	-2,8	-1,2

Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

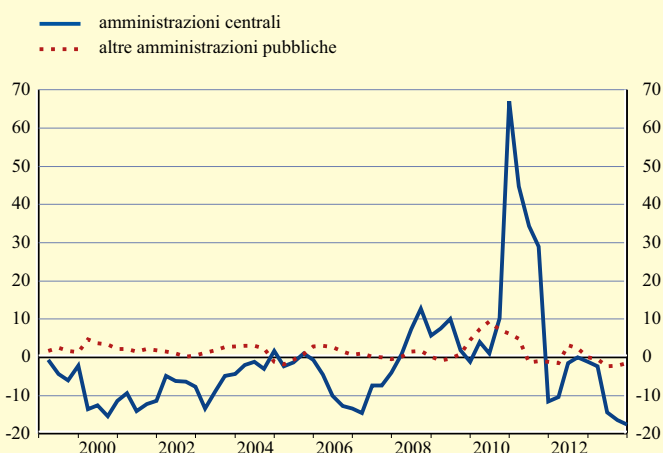
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

3. Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2011	1.159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3.021,6	2.022,7	998,9	62,4	936,4
2012	1.153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2.868,2	1.906,7	961,5	60,7	900,7
2013 1° trim.	1.124,3	312,4	217,0	568,8	26,0	2.891,1	1.889,5	1.001,6	60,0	941,6
2° trim.	1.101,8	290,3	218,1	565,3	28,0	2.877,8	1.893,7	984,1	58,0	926,1
3° trim.	1.090,4	285,1	213,8	560,0	31,6	2.767,3	1.807,6	959,7	59,3	900,5
4° trim. ^(p)	1.082,3	281,2	213,7	557,8	29,4	2.726,5	1.787,8	937,5	56,5	881,1
Transazioni										
2011	-54,9	-45,9	-0,3	14,6	-23,3	15,6	-26,2	41,6	12,9	28,7
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
2013 1° trim.	-29,5	-29,5	-4,5	2,5	1,9	10,9	-26,8	37,7	-1,0	38,7
2° trim.	-22,1	-21,8	1,1	-3,5	2,0	18,6	25,2	-6,6	-1,3	-5,2
3° trim.	-12,4	-5,1	-4,5	-6,4	3,5	-91,4	-77,3	-14,0	2,4	-16,4
4° trim. ^(p)	-8,1	-3,8	0,0	-2,3	-2,1	-10,6	2,3	-14,1	-2,2	-11,9
Variazioni percentuali										
2011	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-51,6	0,6	-1,1	4,4	26,7	3,2
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013 1° trim.	-1,1	-2,4	-3,5	0,2	8,3	-5,2	-7,1	-1,3	0,1	-1,4
2° trim.	-5,9	-14,4	-9,5	-0,1	11,6	-4,1	-5,7	-0,9	3,2	-1,1
3° trim.	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-5,5	-6,9	-2,8	3,3	-3,2
4° trim. ^(p)	-6,3	-17,6	-3,6	-1,7	21,9	-2,6	-4,1	0,3	-3,6	0,5

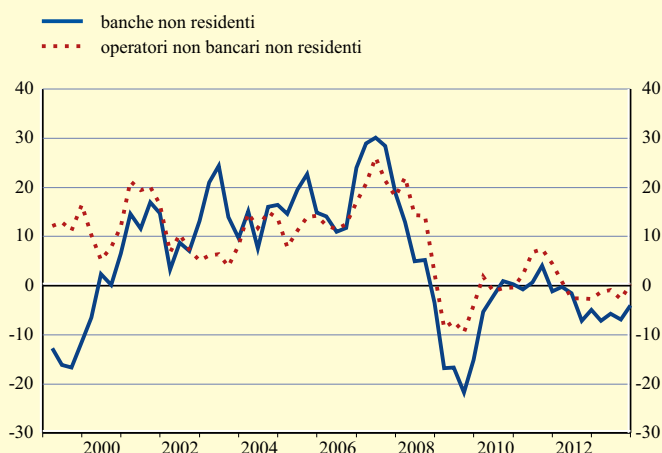
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F8 Prestiti ai non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

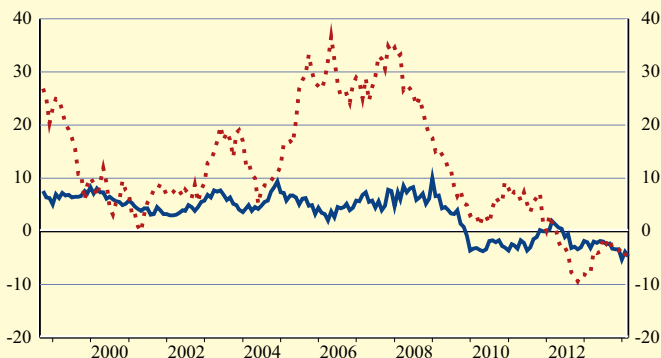
1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	con controparti centrali
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Consistenze															
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2.015,9	410,1	236,6	1.021,0	13,6	0,3	334,4	256,7
2013	653,5	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.855,4	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	249,9	178,0
2013 3° trim.	669,6	106,5	74,6	470,7	8,2	0,1	9,5	1.960,7	443,2	235,2	970,2	17,2	0,3	294,7	212,5
4° trim.	653,5	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.855,4	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	249,9	178,0
2013 nov. dic.	660,7	104,2	72,4	466,2	7,1	0,1	10,7	1.900,9	433,3	216,5	961,8	23,3	0,5	265,5	183,3
2014 gen. feb. ^(p)	677,3	118,8	77,3	461,4	8,1	0,1	11,5	1.858,0	437,1	219,0	940,4	19,8	0,5	241,2	160,5
	666,3	111,2	76,9	458,9	8,1	0,1	11,0	1.853,1	438,4	216,8	923,1	17,6	0,5	256,6	172,6
Transazioni															
2012	-12,5	15,2	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-177,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	17,2	13,3
2013	-36,0	-9,2	-5,3	-21,9	1,3	-0,1	-0,8	-56,3	14,8	-14,7	-76,2	3,0	0,3	16,6	30,6
2013 3° trim.	-9,1	2,4	-3,7	-9,2	0,9	-0,2	0,6	-80,1	-11,4	4,6	-24,5	0,2	0,1	-49,1	-40,5
4° trim.	-15,8	-10,3	1,9	-7,7	-1,1	0,0	1,5	-82,2	-17,5	-13,4	-25,4	-0,5	0,2	-25,7	-16,1
2013 nov. dic.	-8,1	-1,4	-4,8	-1,7	-0,8	0,0	0,7	-9,1	-3,3	-9,4	-3,2	6,2	0,1	0,4	1,6
2014 gen. feb. ^(p)	23,1	22,4	0,6	-1,4	1,1	0,0	0,4	-4,6	11,8	-3,4	-7,5	3,3	0,0	-8,8	-17,5
	-10,8	-7,5	-0,4	-2,6	0,0	0,0	-0,4	8,5	2,3	-1,5	-5,6	-2,2	0,0	15,5	12,1
Variazioni percentuali															
2012	-1,8	16,5	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,1	6,0	-17,4	-14,0	-14,0	-	4,3	4,2
2013	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-3,0	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,1	9,9
2013 3° trim.	-3,2	5,6	-5,2	-5,0	31,7	-	-13,3	-3,1	2,5	-1,1	-6,3	27,1	-	-3,3	2,8
4° trim.	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-3,0	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,1	9,9
2013 nov. dic.	-3,4	1,9	-5,4	-4,2	17,2	-	-15,4	-3,6	3,0	-8,1	-6,7	74,2	-	-3,4	-1,1
2014 gen. feb. ^(p)	-3,9	-0,2	-7,2	-4,6	27,4	-	-4,4	-4,3	2,1	-8,6	-7,6	39,5	-	-4,0	-1,6
	-4,6	-2,4	-7,1	-4,9	22,5	-	-12,8	-4,6	2,2	-7,9	-7,1	20,7	-	-5,5	-5,0

F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

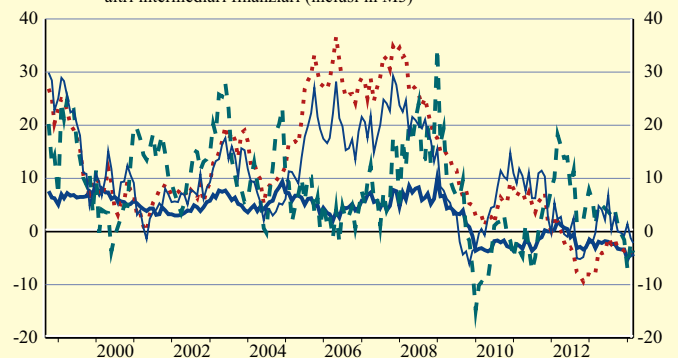
- società di assicurazione e fondi pensione (totale)
- altri intermediari finanziari (totale)



F10 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- società di assicurazione e fondi pensione (totale)
- altri intermediari finanziari (totale)
- società di assicurazione e di fondi pensione (inclusi in M3) ³⁾
- altri intermediari finanziari (inclusi in M3) ⁴⁾



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.
- 4) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

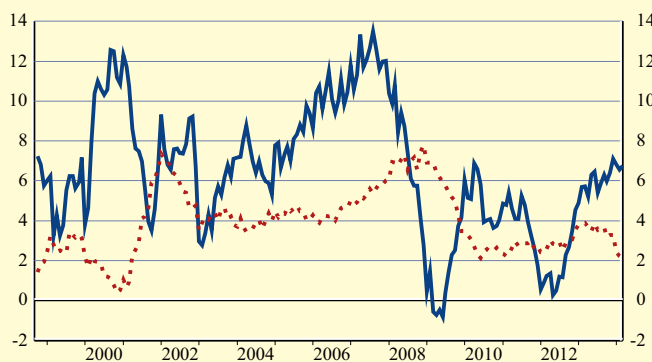
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2012	1.761,8	1.148,8	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6.118,9	2.346,2	979,1	747,8	1.937,3	98,0	10,4
2013	1.873,4	1.236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6.263,4	2.521,6	877,4	806,7	1.969,3	83,9	4,5
2013 3° trim.	1.791,0	1.173,5	392,2	118,8	95,0	1,8	9,7	6.202,7	2.460,2	902,5	783,6	1.965,2	84,9	6,3
4° trim.	1.873,4	1.236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6.263,4	2.521,6	877,4	806,7	1.969,3	83,9	4,5
2013 nov.	1.840,3	1.210,3	400,9	120,9	95,0	1,9	11,4	6.229,6	2.502,4	886,0	796,5	1.954,8	84,2	5,6
dic.	1.873,4	1.236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6.263,4	2.521,6	877,4	806,7	1.969,3	83,9	4,5
2014 gen.	1.830,1	1.192,5	401,9	123,8	94,1	1,8	16,0	6.270,2	2.521,5	873,8	811,7	1.974,4	83,7	5,0
feb. ^(p)	1.832,0	1.189,3	404,1	126,1	94,4	1,8	16,3	6.282,1	2.532,0	873,0	814,2	1.973,3	83,8	5,8
Transazioni														
2012	82,2	99,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,6	90,1	33,7	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013	119,4	92,3	-3,8	17,8	7,5	-0,1	5,7	148,4	176,9	-100,1	59,5	32,2	-14,1	-5,9
2013 3° trim.	36,9	27,8	2,7	4,0	3,2	0,1	-0,8	-6,1	14,0	-26,5	14,0	-4,7	-3,3	0,2
4° trim.	83,8	63,8	12,1	4,0	-3,0	0,1	6,8	61,6	62,1	-25,5	23,7	4,2	-1,0	-1,8
2013 nov.	25,3	27,7	-2,1	0,2	0,6	0,0	-1,2	19,8	23,6	-5,5	6,0	-4,0	-0,3	-0,1
dic.	34,2	26,7	3,7	2,0	-3,4	0,0	5,1	34,5	19,7	-8,5	10,2	14,5	-0,2	-1,2
2014 gen.	-50,5	-49,5	-3,5	0,8	2,3	0,0	-0,6	1,3	-3,6	-4,9	4,8	4,7	-0,3	0,6
feb. ^(p)	3,8	-1,9	2,7	2,2	0,4	0,1	0,4	12,7	11,0	-0,6	2,5	-1,1	0,1	0,8
Variazioni percentuali														
2012	4,9	9,5	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2013 3° trim.	6,0	7,8	-2,0	15,2	11,0	2,0	-12,1	3,2	7,2	-6,4	4,9	3,9	-15,8	-50,3
4° trim.	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2013 nov.	7,1	9,2	-1,2	15,2	10,5	-6,6	1,8	3,3	8,9	-8,8	7,5	2,4	-15,3	-51,9
dic.	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2014 gen.	6,5	7,5	0,6	16,4	7,8	1,1	15,1	2,2	7,8	-11,1	8,3	1,0	-13,0	-52,5
feb. ^(p)	6,8	8,3	-0,1	16,2	5,6	6,5	18,1	2,1	7,3	-10,7	8,3	0,7	-11,1	-33,1

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

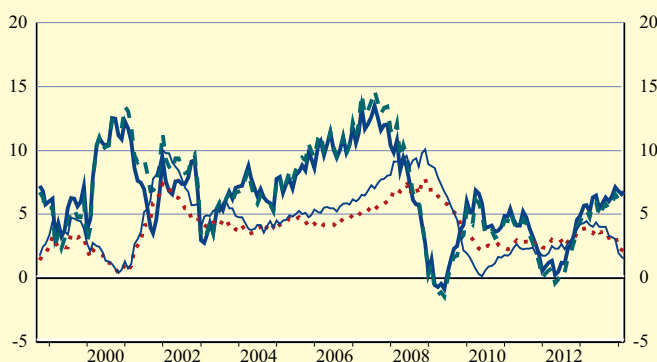
— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)



F12 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)
 - - - società non finanziarie (inclusi in M3)⁴⁾
 — famiglie (inclusi in M3)⁵⁾



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Questa categoria include le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.
- 4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.
- 5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

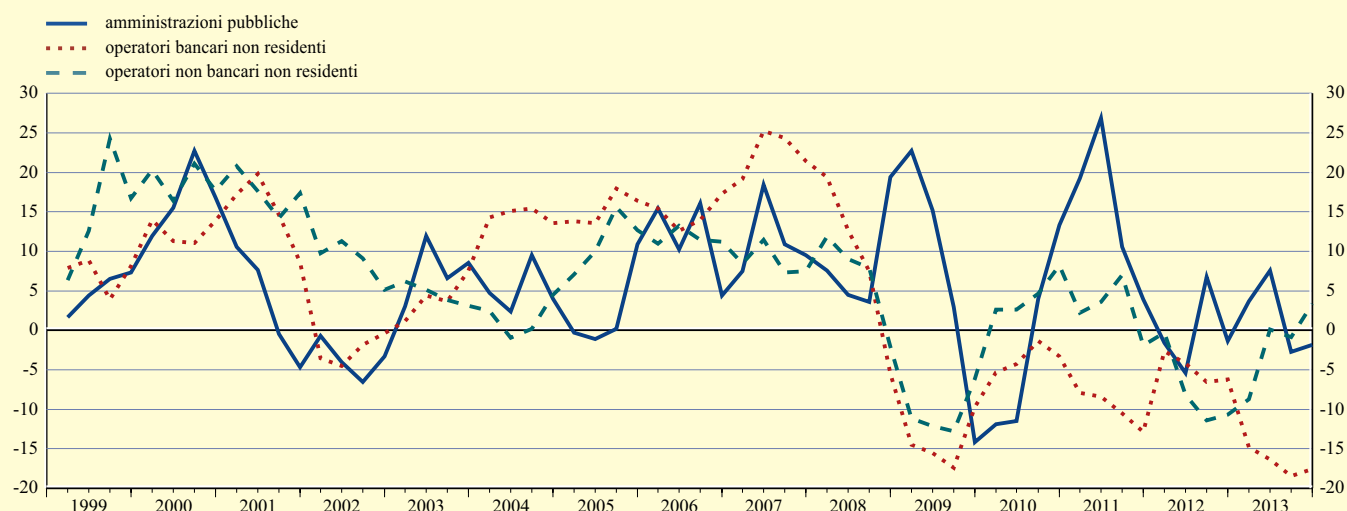
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

3. Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2011	442,0	195,5	48,6	112,6	85,4	3.153,6	2.175,0	978,6	44,3	934,3
2012	447,9	169,6	62,8	111,7	103,8	2.895,4	2.016,8	878,6	39,8	838,7
2013 1° trim.	499,3	207,8	67,2	111,8	112,5	2.904,9	1.989,7	915,2	37,6	877,6
2° trim.	546,0	235,6	70,9	115,4	124,2	2.806,4	1.873,5	933,0	35,4	897,6
3° trim.	495,5	190,9	70,7	113,6	120,2	2.666,1	1.737,5	928,6	43,0	885,6
4° trim. ^(p)	440,7	152,2	64,1	109,2	115,2	2.519,6	1.627,1	892,9	29,8	863,1
Transazioni										
2011	17,1	3,3	0,6	2,3	10,8	-334,9	-314,6	-20,3	-2,1	-18,2
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,2	-135,6	-104,6	-5,1	-99,5
2013 1° trim.	50,3	38,3	4,1	0,1	7,9	-2,4	-33,1	30,7	-2,0	32,8
2° trim.	46,7	27,7	3,8	3,6	11,7	-68,9	-98,7	29,8	-1,8	31,6
3° trim.	-49,8	-44,7	-0,1	-1,7	-3,3	-128,8	-127,6	-1,2	7,9	-9,1
4° trim. ^(p)	-55,6	-39,5	-6,6	-4,4	-5,0	-124,9	-94,4	-29,3	-12,9	-16,4
Variazioni percentuali										
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,6	-9,8	-12,8	-1,9	-4,4	-1,8
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,2	-10,7	-11,9	-10,6
2013 1° trim.	3,6	9,8	-12,3	-1,5	12,8	-13,0	-14,9	-8,7	-33,0	-7,3
2° trim.	7,6	23,9	-28,2	2,9	16,5	-11,6	-16,3	0,1	-14,4	0,8
3° trim.	-2,8	-5,4	-24,1	2,1	16,3	-13,1	-18,4	-0,9	2,0	-1,0
4° trim. ^(p)	-1,8	-10,7	1,8	-2,2	10,8	-11,4	-17,6	3,4	-22,6	4,6

F13 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

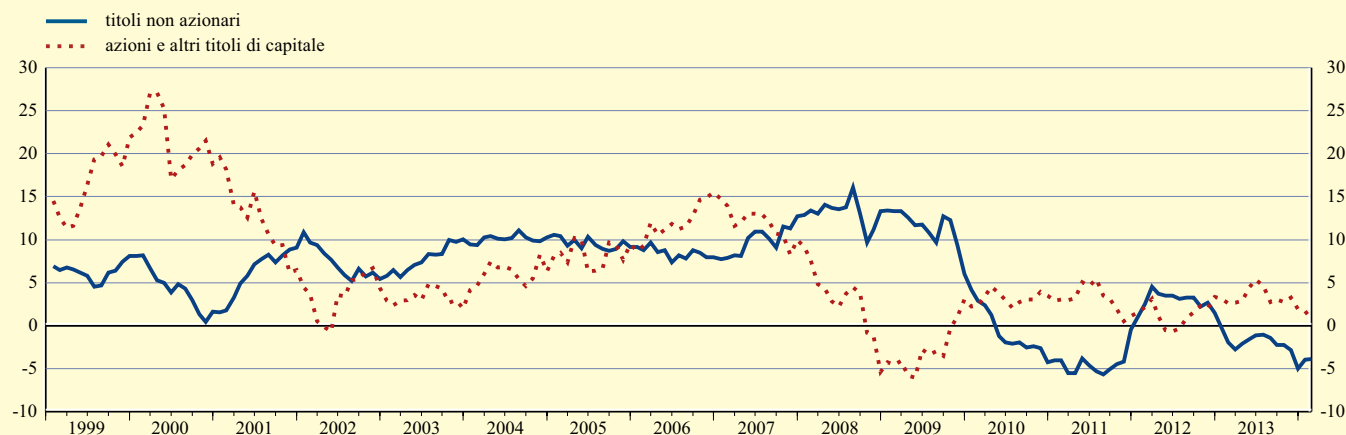
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2012	5.774,4	1.748,4	102,9	1.594,2	32,8	1.399,6	23,6	872,8	1.528,5	475,7	752,1	300,7
2013	5.470,6	1.540,0	102,7	1.674,0	20,3	1.306,4	28,7	798,4	1.561,7	457,0	775,9	328,9
2013 3° trim.	5.649,7	1.601,6	102,2	1.714,9	29,8	1.365,2	28,8	807,2	1.552,7	456,2	776,6	320,0
4° trim.	5.470,6	1.540,0	102,7	1.674,0	20,3	1.306,4	28,7	798,4	1.561,7	457,0	775,9	328,9
2013 nov.	5.617,1	1.578,7	103,0	1.736,0	26,0	1.344,4	27,4	801,7	1.567,2	460,3	778,7	328,1
dic.	5.470,6	1.540,0	102,7	1.674,0	20,3	1.306,4	28,7	798,4	1.561,7	457,0	775,9	328,9
2014 gen.	5.570,9	1.558,0	108,8	1.731,5	20,0	1.311,4	30,0	811,3	1.566,7	461,9	778,4	326,3
feb. ^(p)	5.564,8	1.552,9	113,2	1.749,3	19,1	1.290,2	29,0	811,2	1.546,4	462,4	775,2	308,7
Transazioni												
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,5	-3,9	-46,3	49,8	6,6	37,9	5,3
2013	-289,6	-220,6	-0,4	65,4	-11,2	-93,6	5,9	-35,1	29,7	-12,2	13,4	28,6
2013 3° trim.	-123,2	-50,2	-14,5	-45,9	0,8	-14,9	2,3	-0,7	-13,6	-14,4	-8,8	9,6
4° trim.	-183,6	-62,8	1,6	-51,0	-9,0	-60,4	0,1	-2,2	1,9	2,2	-5,2	4,8
2013 nov.	-16,4	-8,1	1,3	-1,9	-3,1	-2,0	-1,2	-1,4	8,8	2,4	1,5	4,9
dic.	-138,5	-37,8	0,6	-60,1	-5,4	-38,6	1,6	1,2	-3,0	-2,2	-0,9	0,1
2014 gen.	72,7	18,0	4,3	47,4	-0,9	-0,3	0,7	3,5	10,4	4,1	6,2	0,2
feb. ^(p)	5,4	-6,7	5,5	10,3	-0,6	-8,2	-0,6	5,7	-26,3	-3,0	-5,5	-17,7
Variazioni percentuali												
2012	1,5	-1,0	18,1	14,1	47,7	-4,6	-14,2	-4,9	3,3	1,3	5,2	1,8
2013	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,1	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2013 3° trim.	-2,3	-11,0	-2,2	6,5	-2,2	1,0	15,2	-5,7	3,0	-4,8	4,5	12,3
4° trim.	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,1	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2013 nov.	-2,8	-11,2	-5,3	4,6	-18,1	0,5	17,5	-4,4	3,3	-2,2	2,6	14,3
dic.	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,1	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2014 gen.	-4,0	-11,2	-12,9	5,2	-37,8	-5,5	27,7	-2,4	1,7	-1,6	0,7	9,6
feb. ^(p)	-3,9	-10,5	-7,1	4,5	-38,6	-6,2	20,4	-1,6	0,8	-0,8	0,8	3,1

F14 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2.7 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

1. Prestiti, titoli diversi da azioni e depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Prestiti a														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2011	6.153,8	-	-	-	-	-	12.322,7	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4	
2012	5.795,4	-	-	-	-	-	12.192,8	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013 3° trim.	5.430,6	-	-	-	-	-	11.868,7	96,6	3,4	1,7	0,1	0,9	0,4	
4° trim. ^(p)	5.250,5	-	-	-	-	-	11.732,3	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
2011	2.022,7	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,9	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2012	1.906,7	47,3	52,7	31,9	1,9	3,5	10,1	961,5	40,1	59,9	38,2	2,0	2,9	9,9
2013 3° trim.	1.807,6	41,7	58,3	36,6	2,4	3,6	9,9	959,7	40,3	59,7	38,6	2,6	2,6	9,1
4° trim. ^(p)	1.787,8	42,7	57,3	36,7	2,2	3,3	9,5	937,5	40,2	59,8	38,4	2,5	2,6	9,5
Titoli non azionari														
<i>Emessi da residenti nell'area dell'euro</i>														
2011	1.852,0	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,1	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2012	1.851,3	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3.050,3	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013 3° trim.	1.703,8	94,0	6,0	2,8	0,1	0,3	2,4	3.138,7	98,1	1,9	1,0	0,1	0,1	0,6
4° trim. ^(p)	1.642,7	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3.029,5	98,4	1,6	0,9	0,1	0,1	0,5
<i>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</i>														
2011	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,2	67,8	39,4	5,8	0,7	13,7
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2013 3° trim.	419,8	52,6	47,4	21,3	0,2	0,2	19,2	387,4	36,6	63,4	37,6	4,3	0,9	11,0
4° trim. ^(p)	422,2	52,5	47,5	20,4	0,2	0,6	19,8	376,2	38,1	61,9	38,1	3,8	0,9	10,7
Depositi di														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2011	6.364,4	92,1	7,9	5,1	0,2	1,2	0,7	10.947,6	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012	6.159,5	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11.035,9	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013 3° trim.	5.731,4	93,1	6,9	4,4	0,2	1,1	0,7	11.119,6	96,9	3,1	2,1	0,1	0,1	0,4
4° trim. ^(p)	5.561,1	93,4	6,6	4,2	0,2	1,1	0,7	11.086,4	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
2011	2.175,0	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	978,6	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2012	2.016,8	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,6	52,4	47,6	31,3	1,9	1,1	6,3
2013 3° trim.	1.737,5	54,0	46,0	31,1	1,6	1,3	7,7	928,6	51,0	49,0	32,2	2,2	1,3	6,3
4° trim. ^(p)	1.627,1	51,9	48,1	32,3	1,8	1,5	7,8	892,9	52,6	47,4	31,4	1,8	1,2	6,4

2. Titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro

	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2011	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2012	5.068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013 3° trim.	4.711,0	80,7	19,3	11,0	1,2	1,8	2,7
4° trim. ^(p)	4.582,8	81,0	19,0	10,8	1,2	1,8	2,6

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.
- 3) Per i non residenti nell'area dell'euro, il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

2.8 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo; transazioni nel periodo)

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di investimento/fondi comuni monetari)	Fondi di investimento/fondi comuni monetari	Attività non finanziarie	Altre attività (incl. prodotti finanziari derivati)
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2013 lug.	7.713,9	531,2	3.062,9	2.169,6	1.048,0	251,3	650,8
ago.	7.661,6	529,6	3.054,0	2.140,3	1.045,0	251,7	641,1
set.	7.777,2	515,4	3.095,4	2.228,6	1.064,4	251,4	621,9
ott.	7.935,4	530,1	3.116,4	2.303,4	1.099,2	251,3	635,0
nov.	7.979,5	520,2	3.130,3	2.335,6	1.107,0	252,7	633,6
dic.	7.933,3	512,4	3.107,7	2.370,5	1.116,9	255,0	570,7
2014 gen. ^(p)	8.000,5	527,1	3.168,3	2.333,6	1.117,2	256,0	598,2
Transazioni							
2013 2° trim.	150,2	31,7	55,3	17,6	1,9	1,2	42,5
3° trim.	60,0	-8,6	58,8	28,2	28,9	2,4	-49,6
4° trim.	55,0	6,1	2,3	47,3	46,5	11,1	-58,3

2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse			Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)	
			Totale	Detenute da residenti nell'area dell'euro	Fondi di investimento		
							Detenute da non residenti nell'area dell'euro
1	2	3	4	5	6	7	
Consistenze in essere							
2013 lug.	7.713,9	166,8	6.950,1	5.099,7	823,2	1.850,4	596,9
ago.	7.661,6	173,8	6.893,7	5.072,2	819,2	1.821,5	594,1
set.	7.777,2	171,2	7.042,2	5.172,9	837,6	1.869,2	563,9
ott.	7.935,4	172,3	7.194,6	5.290,8	871,2	1.903,8	568,5
nov.	7.979,5	174,4	7.241,7	5.330,3	881,2	1.911,4	563,5
dic.	7.933,3	167,1	7.257,0	5.344,3	886,0	1.912,7	509,2
2014 gen. ^(p)	8.000,5	179,7	7.281,2	5.361,4	887,3	1.919,8	539,6
Transazioni							
2013 2° trim.	150,2	9,3	94,9	95,8	-7,9	-0,9	46,0
3° trim.	60,0	4,0	102,6	90,4	28,5	12,1	-46,6
4° trim.	55,0	0,8	107,3	85,8	39,2	21,5	-53,1

3. Quote di fondi di investimento suddivise per strategia di investimento e tipologia di fondo

	Totale	Fondi suddivisi per strategia di investimento					Fondi suddivisi per tipologia		Per memoria: fondi comuni monetari	
		Fondi obbligazionari	Fondi azionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Hedge fund	Altri fondi	Fondi aperti		Fondi chiusi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze in essere										
2013 giu.	6.817,3	2.414,9	1.783,0	1.683,8	331,2	153,6	450,9	6.729,8	87,6	856,2
lug.	6.950,1	2.429,5	1.848,0	1.727,0	333,4	152,0	460,4	6.862,3	87,8	851,1
ago.	6.893,7	2.405,2	1.820,5	1.720,1	332,5	154,2	461,3	6.805,9	87,8	869,6
set.	7.042,2	2.423,2	1.908,5	1.747,9	334,8	157,2	470,5	6.951,8	90,4	846,2
ott.	7.194,6	2.443,9	1.978,4	1.795,4	336,0	159,9	481,1	7.104,1	90,5	835,9
nov.	7.241,7	2.449,0	2.006,4	1.805,3	337,0	158,6	485,3	7.149,3	92,4	836,7
dic. ^(p)	7.257,0	2.468,7	2.042,8	1.804,5	342,2	155,1	443,7	7.162,3	94,7	819,3
2014 gen.	7.281,2	2.497,7	2.013,3	1.821,0	343,5	158,5	447,1	7.185,2	96,0	855,0
Transazioni										
2013 lug.	57,6	18,4	16,5	17,7	2,6	0,0	2,4	57,3	0,3	0,7
ago.	2,6	-5,2	-0,6	6,0	0,5	1,4	0,5	2,6	0,0	14,2
set.	42,4	-2,1	21,3	14,7	0,8	3,7	3,9	40,4	2,0	-22,9
ott.	50,1	8,6	21,6	14,2	0,8	2,1	2,8	50,3	-0,2	-5,7
nov.	22,1	12,0	7,7	2,0	1,9	-3,5	2,0	20,6	1,5	-2,8
dic.	35,0	-6,0	13,5	13,4	3,4	7,7	3,1	32,2	2,9	-14,7
2014 gen. ^(p)	39,8	4,7	11,4	19,2	1,0	1,4	2,0	38,9	0,9	29,6

Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari (riportati "per memoria" nella colonna 10 della tavola 3 di questa sezione). Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2.9 Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento ¹⁾, suddivisi per emittente

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo; transazioni nel periodo)

1. Titoli non azionari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2013 1° trim.	3.068,5	1.633,3	407,3	753,2	245,2	8,2	219,3	1.435,2	332,6	563,2	16,0
2° trim.	3.043,8	1.649,4	404,3	770,9	247,9	8,4	218,0	1.394,3	324,9	551,1	15,2
3° trim.	3.095,4	1.686,9	394,5	798,5	257,5	9,0	227,5	1.408,4	343,5	548,7	14,9
4° trim. ^(p)	3.107,7	1.708,3	390,4	807,5	264,5	10,4	235,5	1.399,4	344,6	547,3	13,7
Transazioni											
2013 2° trim.	55,3	28,5	-0,2	23,9	4,0	0,1	0,7	26,8	2,4	12,6	0,2
3° trim.	58,8	30,0	-11,6	24,1	8,5	0,5	8,5	28,8	20,3	2,7	-0,3
4° trim. ^(p)	2,3	8,8	-6,1	2,4	5,4	1,0	6,1	-6,6	4,1	-6,5	-0,6

2. Azioni e altri titoli (diversi dai fondi di investimento e dai fondi comuni monetari)

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2013 1° trim.	2.143,6	739,1	56,4	-	49,9	27,0	605,8	1.404,5	187,7	479,4	95,0
2° trim.	2.095,3	738,7	58,9	-	52,5	28,1	599,1	1.356,6	181,7	482,2	109,5
3° trim.	2.228,6	817,5	72,6	-	56,3	30,4	658,1	1.411,1	197,8	502,5	112,8
4° trim. ^(p)	2.370,5	886,3	85,3	-	64,8	35,5	700,6	1.484,2	215,6	536,0	123,3
Transazioni											
2013 2° trim.	17,6	1,6	1,3	-	-0,2	0,2	0,3	16,1	0,7	5,9	13,8
3° trim.	28,2	12,8	1,3	-	0,2	0,6	10,7	15,4	3,3	12,2	0,9
4° trim. ^(p)	47,3	21,7	3,8	-	5,7	1,6	10,7	25,6	8,7	1,3	10,0

3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM ²⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari ²⁾	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2013 1° trim.	1.026,5	888,9	74,5	-	814,4	-	-	137,6	32,5	43,7	0,6
2° trim.	1.018,4	880,2	86,8	-	793,4	-	-	138,3	31,4	46,0	0,6
3° trim.	1.064,4	923,8	86,3	-	837,6	-	-	140,6	33,8	47,6	0,5
4° trim. ^(p)	1.116,9	971,0	85,0	-	886,0	-	-	145,9	36,6	49,3	0,5
Transazioni											
2013 2° trim.	1,9	3,9	11,8	-	-7,9	-	-	-2,0	-0,8	-0,2	0,0
3° trim.	28,9	27,2	-1,3	-	28,5	-	-	1,7	1,5	1,3	0,0
4° trim. ^(p)	46,5	39,0	-0,2	-	39,2	-	-	7,5	3,6	1,7	0,0

Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2) Le quote dei fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) sono emesse da altri intermediari finanziari. Le quote dei fondi comuni monetari sono emesse dalle IFM.

2.10 Bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie dell'area dell'euro

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo; transazioni nel periodo)

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Prestiti cartolarizzati							Titoli non azionari	Altre attività cartolarizzate	Azioni e altri titoli di capitale	Altre attività
			Totale	Originati nell'area dell'euro				Originati all'esterno dell'area dell'euro					
				IFM	Altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Amministrazioni pubbliche						
									Mantenuti nel bilancio delle IFM ¹⁾				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2012 4° trim.	2.058,9	285,5	1.391,5	1.072,1	469,8	165,5	24,8	4,0	125,1	194,9	87,8	36,2	63,0
2013 1° trim.	2.027,8	291,3	1.360,3	1.042,9	462,7	164,9	24,9	4,0	123,7	192,3	86,2	36,3	61,4
2° trim.	1.994,4	275,7	1.342,6	1.034,7	456,5	163,3	23,2	3,6	117,9	192,9	88,3	34,5	60,3
3° trim.	1.956,2	268,6	1.321,0	1.025,1	449,9	157,9	18,9	3,5	115,6	180,5	87,3	35,0	63,8
4° trim.	1.910,7	254,7	1.288,1	1.002,8	442,9	148,8	20,0	3,1	113,4	179,6	89,7	34,5	65,0
Transazioni													
2012 4° trim.	-37,9	-17,3	-16,9	-20,1	-	4,8	1,0	-0,4	-2,3	1,0	2,3	0,5	-7,6
2013 1° trim.	-29,8	6,0	-30,6	-28,5	-	-0,7	0,3	0,0	-1,7	-0,3	-1,4	0,0	-3,5
2° trim.	-33,2	-15,4	-16,9	-7,9	-	-1,6	-1,5	-0,4	-5,5	1,1	2,6	-1,7	-3,0
3° trim.	-39,7	-6,5	-21,2	-10,6	-	-4,0	-4,2	0,0	-2,3	-12,8	-0,8	0,6	1,1
4° trim.	-47,6	-13,6	-33,5	-22,5	-	-9,2	0,8	-0,4	-2,1	-0,4	2,5	-0,2	-1,5

2. Passività

	Totale	Prestiti e depositi ricevuti	Titoli di debito emessi			Capitale e riserve	Altre passività
			Totale	Fino a 2 anni	Oltre 2 anni		
Consistenze							
2012 4° trim.	2.058,9	141,1	1.665,0	52,2	1.612,8	30,7	222,1
2013 1° trim.	2.027,8	142,1	1.627,6	54,3	1.573,2	30,8	227,4
2° trim.	1.994,4	129,7	1.611,1	53,7	1.557,4	29,0	224,6
3° trim.	1.956,2	124,8	1.576,8	53,8	1.523,0	28,5	226,1
4° trim.	1.910,7	117,0	1.536,4	58,9	1.477,5	28,6	228,7
Transazioni							
2012 4° trim.	-37,9	-5,2	-24,4	-0,3	-24,1	-0,6	-7,6
2013 1° trim.	-29,8	1,9	-34,9	2,1	-36,9	-0,4	3,5
2° trim.	-33,2	-12,2	-15,7	-0,7	-15,0	-1,6	-3,7
3° trim.	-39,7	-4,0	-35,3	0,1	-35,3	-0,7	0,3
4° trim.	-47,6	-7,4	-40,5	5,1	-45,6	0,5	-0,3

3. Prestiti cartolarizzati ceduti dalle IFM dell'area dell'euro e titoli non azionari

	Prestiti cartolarizzati originati da IFM dell'area dell'euro							Titoli non azionari					
	Totale	Settore debitore dell'area dell'euro ²⁾					Settore debitore esterno all'area dell'euro	Totale	Residenti nell'area dell'euro			Non residenti nell'area dell'euro	
		Famiglie	Società non azionarie	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM	Non IFM		
													Società veicolo finanziarie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2012 4° trim.	1.072,1	772,1	234,8	17,3	0,2	5,4	31,3	194,9	113,8	33,8	80,0	30,8	81,1
2013 1° trim.	1.042,9	751,8	231,6	15,0	0,2	5,4	28,8	192,3	111,5	32,6	78,9	31,4	80,8
2° trim.	1.034,7	759,7	226,2	15,0	0,2	5,1	28,6	192,9	114,3	34,6	79,6	31,4	78,6
3° trim.	1.025,1	758,5	215,8	15,1	0,2	5,5	30,1	180,5	109,7	30,8	78,9	30,0	70,9
4° trim.	1.002,8	745,1	204,8	15,4	0,2	5,4	31,9	179,6	108,6	31,1	77,5	32,3	71,1
Transazioni													
2012 4° trim.	-20,1	-16,6	-2,5	0,5	0,0	-0,1	0,3	1,0	4,1	-0,3	4,4	1,8	-3,1
2013 1° trim.	-28,5	-20,1	-3,2	-2,3	0,0	0,0	-1,9	-0,3	-1,3	-1,1	-0,3	-0,4	1,1
2° trim.	-7,9	7,7	-5,3	0,2	0,0	-0,3	-0,1	1,1	3,0	2,2	0,8	-0,1	-1,9
3° trim.	-10,6	-1,5	-9,5	0,1	0,0	0,5	-0,2	-12,8	-4,9	-4,0	-0,9	-1,4	-7,9
4° trim.	-22,5	-13,4	-10,8	0,3	0,0	-0,1	1,5	-0,4	-1,1	0,4	-1,5	1,5	0,7

Fonte: BCE.

- 1) Prestiti (a non IFM) cartolarizzati da società veicolo finanziarie dell'area dell'euro che rimangono iscritti nel bilancio della IFM cedente, ovvero che non sono stati oggetto di cancellazione. La cancellazione dall'attivo delle IFM dipende dalle regole contabili. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.
- 2) Esclude le cartolarizzazioni dei prestiti fra IFM.

2.11 Bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro
(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi comuni di investimento	Quote di fondi comuni monetari	Riserve premi e riserve sinistri	Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Attività non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2010 4° trim.	7.036,2	768,3	453,4	2.674,6	826,0	1.611,9	76,9	253,7	222,2	149,1
2011 1° trim.	7.139,7	769,6	456,4	2.735,7	844,0	1.621,5	76,6	261,8	223,6	150,5
2° trim.	7.155,2	772,7	464,0	2.747,0	842,6	1.623,7	79,8	254,2	222,3	148,9
3° trim.	7.154,3	789,6	463,0	2.772,4	788,3	1.580,8	87,6	255,6	268,7	148,4
4° trim.	7.164,4	782,4	472,6	2.731,2	793,9	1.615,7	91,3	253,6	273,6	150,0
2012 1° trim.	7.452,0	794,4	469,9	2.876,7	807,2	1.710,1	102,3	258,2	283,2	150,0
2° trim.	7.481,2	783,6	469,6	2.890,2	802,3	1.712,6	106,4	261,4	304,4	150,8
3° trim.	7.695,7	783,5	478,8	3.006,9	822,4	1.786,7	108,5	263,1	295,0	151,0
4° trim.	7.780,5	786,6	477,9	3.053,0	819,5	1.825,2	109,7	261,8	293,7	153,1
2013 1° trim.	7.905,9	794,0	476,1	3.081,9	836,3	1.900,6	114,3	265,2	284,0	153,5
2° trim.	7.844,0	773,3	474,6	3.071,5	833,5	1.894,0	98,9	264,4	278,2	155,6
3° trim. (p)	7.942,9	763,4	477,4	3.110,1	851,4	1.954,6	96,7	264,6	268,2	156,5

2. Titoli non azionari

	Totale	Emessi da residenti nell'area dell'euro					Emessi da non residenti nell'area dell'euro	
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazioni fondi comuni		Società non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010 4° trim.	2.674,6	2.250,8	599,4	1.243,5	234,3	17,6	156,1	423,8
2011 1° trim.	2.735,7	2.318,6	625,2	1.286,3	236,2	17,2	153,7	417,1
2° trim.	2.747,0	2.329,9	630,6	1.289,6	235,4	16,8	157,5	417,2
3° trim.	2.772,4	2.352,8	637,0	1.312,3	227,7	16,9	159,0	419,5
4° trim.	2.731,2	2.307,5	635,4	1.267,3	223,9	16,5	164,3	423,7
2012 1° trim.	2.876,7	2.427,1	670,3	1.325,0	235,9	17,1	178,7	449,6
2° trim.	2.890,2	2.423,3	675,6	1.309,3	238,4	17,0	183,0	466,9
3° trim.	3.006,9	2.514,7	707,7	1.348,6	246,0	17,4	195,0	492,3
4° trim.	3.053,0	2.549,2	693,1	1.386,8	251,7	18,1	199,5	503,8
2013 1° trim.	3.081,9	2.587,2	716,9	1.389,9	255,3	17,5	207,5	494,7
2° trim.	3.071,5	2.566,9	684,1	1.403,5	255,4	17,5	206,4	504,6
3° trim. (p)	3.110,1	2.601,2	684,0	1.436,0	256,6	17,9	206,8	508,9

3. Passività e ricchezza finanziaria netta

	Totale	Prestiti ricevuti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Passività				Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Ricchezza netta
					Totale	Riserve tecniche di assicurazione				
						Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita	Correzioni per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2010 4° trim.	6.871,5	250,3	40,3	451,5	5.960,7	3.260,4	1.889,6	810,7	168,7	164,6
2011 1° trim.	6.920,9	263,0	39,9	465,9	5.976,5	3.287,3	1.859,9	829,4	175,5	218,8
2° trim.	6.944,4	262,8	42,4	454,7	6.008,1	3.309,4	1.872,0	826,7	176,4	210,9
3° trim.	7.052,2	270,0	41,6	410,1	6.140,8	3.292,5	2.023,9	824,5	189,7	102,1
4° trim.	7.071,7	263,8	41,3	408,8	6.169,8	3.305,1	2.047,1	817,6	188,0	92,7
2012 1° trim.	7.229,4	272,1	44,4	439,1	6.282,8	3.342,5	2.103,0	837,2	191,0	222,6
2° trim.	7.300,4	281,3	43,3	421,2	6.349,5	3.344,6	2.169,4	835,5	205,1	180,9
3° trim.	7.373,6	292,7	44,9	452,7	6.387,7	3.390,6	2.163,4	833,6	195,6	322,1
4° trim.	7.472,6	267,0	48,8	482,6	6.454,0	3.425,8	2.201,8	826,4	220,2	307,9
2013 1° trim.	7.566,8	279,9	48,0	497,8	6.526,5	3.462,7	2.216,1	847,6	214,5	339,2
2° trim.	7.607,2	280,1	45,4	506,7	6.551,9	3.467,1	2.240,2	844,6	223,1	236,8
3° trim. (p)	7.635,0	278,9	45,2	524,0	6.569,6	3.509,6	2.217,5	842,5	217,3	307,9

Fonte: BCE.



CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
3° trim. 2013						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						644
Saldo commerciale ¹⁾						-64
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.136	116	726	56	238	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	30	9	14	3	4	
Consumo di capitale fisso	383	102	218	11	52	
Margine operativo netto e reddito misto ¹⁾	592	287	271	33	0	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						7
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	601	31	240	262	68	104
Interessi	318	29	53	168	68	44
Altri redditi da capitale	283	3	187	94	0	60
Reddito nazionale netto ¹⁾	2.013	1.621	121	45	225	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	292	233	49	10	0	2
Contributi sociali	441	441				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	480	1	18	35	427	1
Altri trasferimenti correnti	195	70	25	48	53	11
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	45	34	9	1	1	2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Altro	104	35	15	1	52	8
Reddito netto disponibile ¹⁾	1.983	1.441	61	49	431	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.884	1.386			498	
Spese per consumi individuali	1.697	1.386			311	
Spese per consumi collettivi	186				186	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15	0	1	14	0	0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	99	70	60	36	-67	-42
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	440	140	239	9	52	
Investimenti fissi lordi	426	138	227	10	52	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	14	2	12	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	-1	0	0	1	0
Trasferimenti in conto capitale	39	11	1	1	26	6
Imposte in conto capitale	9	8	0	0	0	0
Altri trasferimenti in conto capitale	30	3	1	1	26	6
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	46	30	53	45	-81	-46
Discrepanza statistica	0	-8	8	0	0	0

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per i dettagli del calcolo delle poste di saldo, cfr. le Note tecniche.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
3° trim. 2013						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						580
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.141	514	1.230	104	293	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	247					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.388					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	592	287	271	33	0	
Redditi da lavoro dipendente	1.140	1.140				4
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	276				276	1
Redditi da capitale	607	225	90	274	17	98
Interessi	308	50	32	217	9	54
Altri redditi da capitale	299	176	58	57	8	45
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	2.013	1.621	121	45	225	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	293				293	1
Contributi sociali	440	1	18	49	371	2
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	478	478				3
Altri trasferimenti correnti	166	85	13	47	22	40
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44	36	7	1	0	2
Altro	77	50	6	0	21	36
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.983	1.441	61	49	431	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15	15				0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	99	70	60	36	-67	-42
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	383	102	218	11	52	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	43	8	15	8	13	2
Imposte in conto capitale	9				9	0
Altri trasferimenti in conto capitale	34	8	15	8	4	2
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
3° trim. 2013								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		19.963	17.404	33.119	18.097	7.529	4.508	18.788
Oro monetario e DSP				367				
Banconote, monete e depositi		7.141	2.023	10.065	2.433	796	858	3.198
Titoli di debito a breve termine		40	65	506	431	57	32	651
Titoli di debito a lungo termine		1.288	258	6.375	3.139	3.023	439	4.363
Prestiti		86	3.120	13.118	4.523	485	873	2.797
<i>di cui: a lungo termine</i>		65	1.986	10.193	3.368	363	766	.
Azioni e altre partecipazioni		4.572	8.098	1.843	7.137	2.761	1.514	6.956
Azioni quotate		759	1.098	371	2.199	409	228	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.411	6.649	1.199	3.807	432	1.106	.
Quote di fondi di investimento		1.402	350	273	1.130	1.920	179	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.338	185	3	0	244	4	259
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		497	3.656	842	434	163	789	565
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		24	124	-571	-104	48	-126	-70
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		1	52	-299	-121	-6	-79	-140
Titoli di debito a breve termine		-1	-2	-25	-18	-2	-4	35
Titoli di debito a lungo termine		-17	3	-113	46	21	-3	-13
Prestiti		1	28	-112	-68	1	-4	-38
<i>di cui: a lungo termine</i>		1	47	-26	-59	5	16	.
Azioni e altre partecipazioni		-3	43	16	61	39	-8	49
Azioni quotate		-23	-2	33	33	4	3	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		18	49	-24	-9	2	-11	.
Quote di fondi di investimento		1	-3	7	37	34	1	.
Riserve tecniche di assicurazione		39	-1	0	0	0	0	7
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		5	-1	-38	-5	-6	-30	30
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		167	353	57	-15	54	47	-20
Oro monetario e DSP				24				
Banconote, monete e depositi		-2	-8	84	-81	0	-1	-15
Titoli di debito a breve termine		0	0	0	3	0	0	-11
Titoli di debito a lungo termine		-14	1	-13	-16	-4	-1	-48
Prestiti		0	-10	-123	-30	0	1	-28
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	-7	-27	-2	0	1	.
Azioni e altre partecipazioni		173	402	62	109	59	45	95
Azioni quotate		95	122	22	116	12	29	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		43	275	37	-28	3	12	.
Quote di fondi di investimento		35	5	3	22	45	4	.
Riserve tecniche di assicurazione		23	0	0	0	0	0	-2
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-12	-33	22	1	-1	2	-11
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		20.154	17.881	32.605	17.979	7.631	4.428	18.697
Oro monetario e DSP				391				
Banconote, monete e depositi		7.140	2.068	9.851	2.231	791	778	3.043
Titoli di debito a breve termine		39	63	481	416	55	28	675
Titoli di debito a lungo termine		1.257	262	6.249	3.169	3.040	436	4.301
Prestiti		87	3.139	12.883	4.425	487	869	2.731
<i>di cui: a lungo termine</i>		66	2.027	10.140	3.307	367	783	.
Azioni e altre partecipazioni		4.741	8.543	1.921	7.307	2.859	1.551	7.100
Azioni quotate		831	1.218	425	2.348	424	261	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.472	6.973	1.212	3.770	437	1.106	.
Quote di fondi di investimento		1.438	352	283	1.189	1.998	184	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.400	184	3	0	243	4	263
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		490	3.622	826	430	157	761	584
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assic- urazione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
3° trim. 2013								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.864	27.286	32.190	17.776	7.593	10.884	16.448
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			33	23.531	35	0	276	2.640
Titoli di debito a breve termine			90	602	125	2	676	285
Titoli di debito a lungo termine			971	4.403	3.310	49	6.971	3.180
Prestiti		6.159	8.536		4.350	305	2.281	3.372
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.809	6.242		2.540	111	2.001	
Azioni e altre partecipazioni		8	13.832	2.495	9.713	498	4	6.330
Azioni quotate			3.853	407	259	140	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	9.979	1.231	2.786	357	4	
Quote di fondi di investimento				856	6.668			
Riserve tecniche di assicurazione		36	351	65	1	6.578	1	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		661	3.472	1.094	242	161	674	642
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.972	13.099	-9.881	929	322	-64	-6.376	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		2	63	-604	-107	39	-45	-24
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-496	-1	0	5	-100
Titoli di debito a breve termine			0	-16	-5	0	2	4
Titoli di debito a lungo termine			32	-84	-9	0	-33	18
Prestiti		3	-16		-131	-6	-3	-39
<i>di cui: a lungo termine</i>		10	31		-61	-2	20	
Azioni e altre partecipazioni		0	39	-13	81	0	0	92
Azioni quotate			4	2	1	0	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	35	-8	-16	0	0	
Quote di fondi di investimento				-7	96			
Riserve tecniche di assicurazione		0	1	0	0	43	0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-1	7	7	-42	2	-17	1
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta per transazioni¹⁾</i>	46	22	61	33	3	9	-81	-46
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-2	700	72	32	36	-111	-107
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-11	0	0	0	-12
Titoli di debito a breve termine			0	-3	-1	0	0	-4
Titoli di debito a lungo termine			1	-27	-12	0	-34	-23
Prestiti		-4	-18		-133	0	-1	-33
<i>di cui: a lungo termine</i>		-4	-10		-7	0	-1	
Azioni e altre partecipazioni		0	708	124	138	14	0	-41
Azioni quotate			342	83	26	8	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	366	44	-12	7	0	
Quote di fondi di investimento				-3	124			
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	20	0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		1	9	-11	39	1	-76	6
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria¹⁾</i>	-63	170	-347	-15	-47	18	158	87
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.864	28.049	31.659	17.701	7.669	10.727	16.317
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			33	23.024	35	0	282	2.529
Titoli di debito a breve termine			90	583	119	2	678	285
Titoli di debito a lungo termine			1.004	4.292	3.290	50	6.904	3.175
Prestiti		6.158	8.501		4.086	299	2.278	3.299
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.815	6.263		2.472	108	2.019	
Azioni e altre partecipazioni		8	14.579	2.605	9.932	512	4	6.381
Azioni quotate			4.199	493	285	148	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	10.380	1.266	2.758	363	4	
Quote di fondi di investimento				846	6.889			
Riserve tecniche di assicurazione		37	352	65	1	6.642	1	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		661	3.488	1.090	239	164	581	648
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.990	13.290	-10.167	946	278	-37	-6.299	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2009	2010	2011	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	4.449	4.510	4.622	4.666	4.671	4.677	4.683	4.690
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	85	82	95	116	124	124	125	124
Consumo di capitale fisso	1.388	1.419	1.462	1.488	1.497	1.504	1.511	1.519
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> ¹⁾	2.097	2.198	2.256	2.208	2.186	2.174	2.176	2.191
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.959	2.798	3.007	2.944	2.870	2.816	2.766	2.734
Interessi	1.593	1.381	1.546	1.513	1.461	1.409	1.363	1.326
Altri redditi da capitale	1.366	1.417	1.461	1.431	1.409	1.407	1.403	1.408
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	7.550	7.765	7.978	8.013	8.027	8.026	8.038	8.060
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.029	1.057	1.115	1.154	1.172	1.180	1.198	1.210
Contributi sociali	1.677	1.703	1.751	1.777	1.787	1.794	1.800	1.807
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.769	1.814	1.841	1.874	1.884	1.895	1.907	1.919
Altri trasferimenti correnti	772	774	779	789	788	791	796	804
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	181	181	182	184	184	183	184	184
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	182	182	183	186	186	186	186	186
Altro	409	411	414	418	418	422	427	434
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	7.442	7.655	7.871	7.902	7.918	7.913	7.922	7.938
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	7.152	7.315	7.477	7.517	7.520	7.522	7.535	7.555
Spese per consumi individuali	6.383	6.543	6.703	6.741	6.746	6.747	6.759	6.778
Spese per consumi collettivi	769	772	774	776	774	775	775	776
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	62	57	58	58	58	58	59	60
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	290	340	394	385	398	392	387	384
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.703	1.779	1.873	1.793	1.774	1.742	1.725	1.724
Investimenti fissi lordi	1.753	1.760	1.817	1.783	1.765	1.736	1.723	1.716
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	-50	19	56	11	9	6	2	8
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	1	1	0	10	9	3	1	2
Trasferimenti in conto capitale	183	221	174	182	193	200	210	205
Imposte in conto capitale	34	25	31	29	26	27	29	31
Altri trasferimenti in conto capitale	149	196	142	153	168	174	180	175
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	-18	-12	-10	80	123	162	186	192

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per i dettagli del calcolo delle poste di saldo, cfr. le Note tecniche.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro (continua)

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Risorse	2009	2010	2011	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.019	8.208	8.434	8.478	8.478	8.478	8.496	8.525
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	894	942	973	974	978	976	981	987
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	8.913	9.150	9.408	9.452	9.456	9.454	9.477	9.512
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.097	2.198	2.256	2.208	2.186	2.174	2.176	2.191
Redditi da lavoro dipendente	4.459	4.521	4.634	4.679	4.684	4.691	4.697	4.706
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	996	1.037	1.079	1.100	1.112	1.111	1.118	1.122
Redditi da capitale	2.955	2.807	3.018	2.971	2.914	2.867	2.813	2.776
Interessi	1.554	1.333	1.490	1.469	1.425	1.375	1.329	1.290
Altri redditi da capitale	1.401	1.474	1.527	1.501	1.488	1.491	1.484	1.486
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	7.550	7.765	7.978	8.013	8.027	8.026	8.038	8.060
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.034	1.060	1.121	1.160	1.178	1.185	1.204	1.216
Contributi sociali	1.675	1.703	1.752	1.775	1.784	1.791	1.797	1.804
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.762	1.807	1.835	1.868	1.878	1.889	1.901	1.913
Altri trasferimenti correnti	668	667	672	680	682	682	683	685
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	182	182	183	186	186	186	186	186
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	178	176	177	179	179	178	179	179
Altro	307	309	312	314	317	318	319	320
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	7.442	7.655	7.871	7.902	7.918	7.913	7.922	7.938
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	62	57	58	58	58	58	59	60
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	290	340	394	385	398	392	387	384
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.388	1.419	1.462	1.488	1.497	1.504	1.511	1.519
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	192	230	180	191	205	212	223	220
Imposte in conto capitale	34	25	31	29	26	27	29	31
Altri trasferimenti in conto capitale	158	205	149	162	179	185	194	189
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE ed Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

3.3 Famiglie

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri; consistenze a fine periodo)

	2009	2010	2011	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.459	4.521	4.634	4.679	4.684	4.691	4.697	4.706
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.440	1.449	1.491	1.495	1.495	1.498	1.503	1.511
Interessi attivi (+)	233	201	227	228	222	216	211	206
Interessi passivi (-)	148	124	147	139	131	125	120	117
Altri redditi da capitali attivi (+)	728	721	750	749	744	738	732	737
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	843	850	884	920	934	941	952	959
Contributi sociali netti (-)	1.672	1.698	1.746	1.772	1.782	1.789	1.795	1.802
Prestazioni sociali nette (+)	1.757	1.802	1.829	1.862	1.872	1.884	1.895	1.907
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	71	71	70	68	71	74	75	74
= Reddito lordo disponibile	6.017	6.082	6.214	6.240	6.233	6.235	6.236	6.253
Spese per consumi finali (-)	5.157	5.291	5.441	5.469	5.474	5.470	5.478	5.491
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	62	56	58	58	58	58	58	60
= Risparmio lordo	922	847	831	829	816	823	817	822
Consumo di capitale fisso (-)	379	386	395	400	402	403	404	405
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	9	12	2	0	1	0	0	-1
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	-334	550	-218	-336	-189	-568	-400	-162
= Variazioni nella ricchezza netta	218	1.023	220	93	227	-147	13	253
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	555	558	573	561	555	549	543	542
Consumo di capitale fisso (-)	379	386	395	400	402	403	404	405
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	2	40	124	173	192	172	167	135
Banconote, monete e depositi	121	118	118	176	225	226	215	186
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-45	-59	-23	-27	-31	-39	-30	-26
Titoli di debito ¹⁾	-74	-19	29	25	-2	-15	-18	-25
Attività a lungo	482	420	237	192	143	173	166	199
Depositi	82	58	55	29	12	7	7	23
Titoli di debito	2	3	69	-4	-89	-124	-120	-121
Azioni e altre partecipazioni	169	111	-2	59	90	142	123	131
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	120	103	46	66	55	66	38	41
Quote di fondi comuni di investimento	49	8	-48	-7	35	76	85	90
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	230	248	115	108	129	147	156	166
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	107	114	88	19	14	0	-11	-1
di cui: da IFM dell'area dell'euro	65	147	81	1	25	21	1	7
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	-624	462	155	-897	-817	-1.050	-952	-609
Attività finanziarie	285	141	-386	504	577	405	484	412
Azioni e altre partecipazioni	82	49	-318	317	337	264	341	349
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	191	120	15	181	179	160	119	76
Flussi netti restanti (+)	4	-99	0	-21	-8	6	-2	-21
= Variazioni nella ricchezza netta	218	1.023	220	93	227	-147	13	253
Bilancio finanziario								
Attività non finanziarie (+)	29.652	30.286	30.618	30.186	29.955	29.505	29.551	29.713
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.771	5.814	5.952	6.036	6.125	6.137	6.178	6.156
Banconote, monete e depositi	5.474	5.597	5.728	5.836	5.950	5.979	6.029	6.016
Partecipazioni in fondi comuni monetari	242	184	166	136	121	112	109	101
Titoli di debito ¹⁾	54	33	58	63	54	46	40	39
Attività a lungo	11.584	12.121	11.966	12.469	12.705	12.899	12.883	13.103
Depositi	970	1.027	1.082	1.098	1.096	1.103	1.113	1.124
Titoli di debito	1.453	1.406	1.391	1.380	1.365	1.303	1.288	1.257
Azioni e altre partecipazioni	4.040	4.199	3.875	4.151	4.316	4.472	4.463	4.640
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.931	3.012	2.798	2.966	3.094	3.189	3.170	3.303
Quote di fondi di investimento	1.110	1.187	1.077	1.184	1.222	1.284	1.293	1.337
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	5.121	5.489	5.619	5.840	5.928	6.021	6.020	6.082
Restanti attività finanziarie (+)	261	244	237	242	206	192	197	189
Passività (-)								
Prestiti	5.932	6.107	6.196	6.184	6.185	6.159	6.159	6.158
di cui: da IFM dell'area dell'euro	4.968	5.213	5.281	5.283	5.290	5.279	5.282	5.276
= Ricchezza finanziaria netta	41.335	42.358	42.578	42.750	42.805	42.574	42.650	43.003

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Passività emesse dalle IFM con scadenza inferiore ai due anni e passività emesse da altri settori con scadenza inferiore all'anno.

3.4 Società non finanziarie

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri; consistenze a fine periodo)

	2009	2010	2011	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.520	4.662	4.824	4.848	4.846	4.840	4.849	4.866
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.790	2.834	2.932	2.969	2.977	2.979	2.984	2.990
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	40	33	42	48	50	50	51	51
= Margine operativo lordo (+)	1.689	1.795	1.851	1.830	1.819	1.811	1.814	1.825
Consumo di capitale fisso (-)	782	800	827	844	849	854	858	863
= Margine operativo netto (+)	907	995	1.024	987	970	957	955	962
Redditi da capitale attivi (+)	534	550	556	561	550	549	537	529
Interessi attivi	171	158	164	156	149	143	138	134
Altri redditi da capitale	363	391	392	404	401	406	399	395
Interest and rents payable (-)	296	257	287	280	270	259	249	240
= Reddito lordo di impresa (+)	1.145	1.288	1.294	1.268	1.250	1.247	1.243	1.250
Utili distribuiti (-)	926	920	969	967	951	944	937	941
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	151	169	192	196	201	200	206	208
Contributi sociali da riscuotere (+)	71	69	74	74	74	74	74	74
Prestazioni sociali da erogare (-)	68	69	70	70	70	70	70	70
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	47	44	48	49	49	49	50	51
= Risparmio netto	24	155	89	59	53	58	53	53
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	65	146	210	152	130	98	84	80
Investimenti fissi lordi (+)	899	927	982	972	963	943	938	933
Consumo di capitale fisso (-)	782	800	827	844	849	854	858	863
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	-52	19	54	24	17	9	5	11
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	95	34	-27	27	60	46	40	54
Banconote, monete e depositi	88	67	6	38	74	81	84	94
Partecipazioni in fondi comuni monetari	39	-32	-46	-18	-10	-8	-18	-15
Titoli di debito ¹⁾	-31	-1	12	6	-5	-28	-27	-25
Attività a lungo	148	425	487	311	197	174	72	107
Depositi	-1	20	68	13	12	-18	-9	8
Titoli di debito	24	8	-20	-11	0	1	-3	-8
Azioni e altre partecipazioni	101	250	289	187	115	149	96	118
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	24	147	150	123	70	43	-11	-12
Restanti attività nette (+)	78	24	-27	12	44	68	98	51
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	25	178	253	185	126	110	39	9
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	-108	-16	96	-87	-135	-123	-154	-145
di cui: titoli di debito	90	66	49	109	119	105	91	89
Azioni e altre partecipazioni	253	230	235	189	183	145	129	159
Azioni quotate	64	31	27	16	27	11	21	20
Azioni non quotate e altre partecipazioni	189	199	209	174	156	135	108	139
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	81	64	66	65	65	68	68	65
= Risparmio netto	24	155	89	59	53	58	53	53
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.936	1.961	1.934	1.933	1.990	1.955	1.943	1.972
Banconote, monete e depositi	1.632	1.695	1.705	1.715	1.776	1.759	1.768	1.800
Partecipazioni in fondi comuni monetari	213	182	134	128	128	125	111	109
Titoli di debito ¹⁾	90	84	95	89	86	71	65	63
Attività a lungo	10.235	10.721	10.742	11.383	11.502	11.784	11.621	12.103
Depositi	159	169	224	271	276	264	255	268
Titoli di debito	238	254	244	263	264	263	258	262
Azioni e altre partecipazioni	7.092	7.405	7.202	7.693	7.846	8.135	7.987	8.434
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.746	2.893	3.071	3.156	3.117	3.122	3.120	3.139
Restanti attività nette	411	303	368	334	315	396	401	351
Passività								
Debito	9.465	9.728	9.902	10.063	9.999	9.990	9.948	9.948
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.700	4.675	4.717	4.631	4.502	4.476	4.435	4.388
di cui: titoli di debito	814	881	885	1.021	1.044	1.065	1.061	1.094
Azioni e altre partecipazioni	12.625	13.169	12.482	13.130	13.561	13.964	13.832	14.579
Azioni quotate	3.506	3.802	3.284	3.553	3.747	3.891	3.853	4.199
Azioni non quotate e altre partecipazioni	9.120	9.368	9.198	9.578	9.814	10.073	9.979	10.380

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2009	2010	2011	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	-42	-6	54	51	43	19	-18	-39
Banconote, monete e depositi	-33	-9	14	3	15	11	8	3
Partecipazioni in fondi comuni monetari	5	-8	16	36	32	9	-12	-20
Titoli di debito ¹⁾	-14	11	24	12	-5	-2	-14	-22
Attività a lungo	294	288	134	111	185	176	216	246
Depositi	15	-4	9	-16	-17	-19	-16	-18
Titoli di debito	105	183	45	79	137	96	115	113
Prestiti	8	32	12	15	8	12	11	2
Azioni quotate	-50	-2	-12	-17	-5	2	0	10
Azioni non quotate e altre partecipazioni	-15	11	13	1	-2	-1	0	4
Quote di fondi comuni di investimento	230	68	67	49	63	86	106	134
Restanti attività finanziarie (+)	17	9	-35	-3	-39	-20	-23	-26
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	5	1	3	2	7	5	3	3
Prestiti	-4	7	11	9	-15	0	-7	-23
Azioni e altre partecipazioni	5	6	4	2	0	2	2	1
Riserve tecniche di assicurazione	246	280	115	127	151	167	175	186
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	240	261	110	118	139	154	164	172
Riserve premi e riserve sinistri	6	19	5	8	13	13	11	14
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	16	-3	20	18	45	0	2	14
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	199	117	-105	218	197	148	133	97
Altre attività nette	34	-1	23	161	229	115	68	-31
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	13	-1	-47	40	71	55	83	68
Riserve tecniche di assicurazione	169	136	16	190	187	164	119	73
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	197	125	19	187	185	161	118	72
Riserve premi e riserve sinistri	-28	11	-3	2	2	2	1	1
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	52	-19	-51	149	167	44	-1	-75
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	331	329	371	400	406	411	364	355
Banconote, monete e depositi	195	190	193	200	209	218	201	201
Partecipazioni in fondi comuni monetari	95	88	102	123	125	125	107	99
Titoli di debito ¹⁾	41	51	76	77	72	67	57	55
Attività a lungo	5.649	6.039	6.044	6.542	6.636	6.761	6.757	6.877
Depositi	612	605	611	604	594	594	595	590
Titoli di debito	2.468	2.638	2.661	2.941	2.999	3.021	3.023	3.040
Prestiti	434	467	479	487	488	488	485	487
Azioni quotate	397	421	375	388	403	412	409	424
Azioni non quotate e altre partecipazioni	412	415	420	438	429	432	432	437
Quote di fondi comuni di investimento	1.327	1.492	1.498	1.684	1.723	1.815	1.813	1.899
Restanti attività finanziarie (+)	225	249	271	276	260	257	246	236
Passività (-)								
Titoli di debito	42	43	46	49	55	55	52	52
Prestiti	285	297	305	319	289	306	305	299
Azioni e altre partecipazioni	439	444	401	444	472	490	498	512
Riserve tecniche di assicurazione	5.582	5.999	6.130	6.383	6.469	6.581	6.578	6.642
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.798	5.185	5.315	5.549	5.638	5.733	5.730	5.793
Riserve premi e riserve sinistri	784	814	816	834	830	848	848	849
= Ricchezza finanziaria netta	-143	-165	-196	23	17	-3	-64	-37

Fonte: BCE.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.



MERCATI FINANZIARI

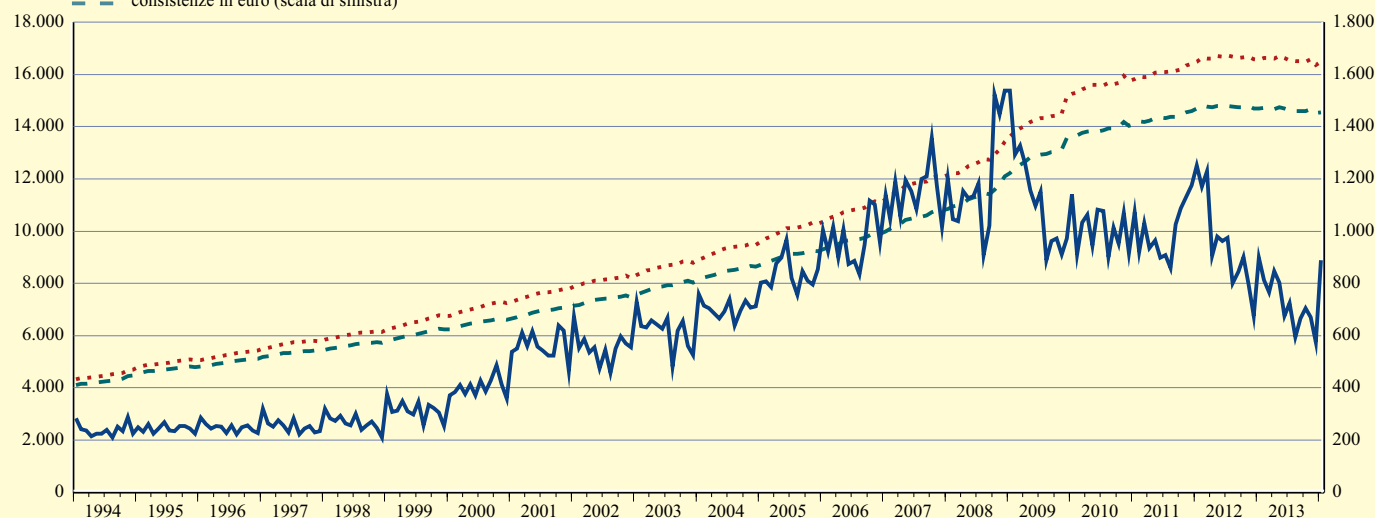
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione (miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2013 gen.	16.982,6	812,7	-9,2	14.696,8	768,5	0,2	16.554,3	898,4	9,5	1,1	-13,4	-0,4
feb.	16.992,0	706,8	-5,3	14.715,7	666,4	4,0	16.626,1	812,5	38,7	0,4	-20,8	-0,6
mar.	16.922,6	685,5	-67,0	14.691,1	635,0	-22,1	16.623,3	767,2	-17,8	-0,2	-14,3	-1,0
apr.	16.915,9	757,6	-6,3	14.678,5	708,9	-12,2	16.602,1	847,0	-5,4	-0,2	-11,2	-1,3
mag.	16.985,7	709,9	70,9	14.753,7	664,0	76,4	16.693,0	803,0	95,1	0,0	15,8	-0,9
giu.	16.922,4	600,2	-62,8	14.701,6	557,6	-51,7	16.625,5	674,7	-61,7	-0,2	-23,3	-0,8
lug.	16.856,0	639,5	-66,2	14.629,7	590,8	-71,3	16.536,6	725,4	-77,5	-0,9	-54,8	-1,3
ago.	16.831,2	515,4	-25,0	14.603,2	481,9	-26,7	16.520,4	593,9	-19,1	-0,7	16,3	-0,9
set.	16.842,5	605,0	11,8	14.597,7	554,4	-5,1	16.509,3	665,3	-4,1	-0,6	42,2	-0,2
ott.	16.848,9	641,4	7,5	14.591,2	571,3	-5,4	16.480,3	704,2	-18,4	-0,9	-34,0	-0,5
nov.	16.962,9	597,6	114,2	14.676,5	538,8	85,6	16.569,7	670,0	88,4	-0,7	22,3	-0,4
dic.	16.796,8	514,9	-175,9	14.512,9	476,8	-173,4	16.368,1	574,1	-203,5	-1,1	-102,3	-1,3
2014 gen.	.	.	.	14.553,8	739,7	39,7	16.482,6	889,9	96,5	-0,5	75,7	0,2
A lungo termine												
2013 gen.	15.649,4	253,3	-4,6	13.439,7	227,0	0,5	15.056,5	259,9	-3,1	2,2	5,9	1,3
feb.	15.651,6	230,3	-7,4	13.447,8	204,9	-1,8	15.106,3	244,9	23,6	1,4	-32,7	0,7
mar.	15.593,7	246,8	-55,2	13.444,9	216,5	-0,1	15.121,5	250,0	2,9	0,9	8,4	-0,1
apr.	15.590,3	247,7	-3,1	13.430,5	217,2	-14,0	15.105,6	248,9	-1,7	0,9	-8,5	-0,6
mag.	15.659,9	254,4	70,9	13.506,4	223,2	77,2	15.192,1	260,8	90,8	1,0	22,9	-0,3
giu.	15.638,9	208,2	-20,5	13.499,6	181,6	-6,2	15.170,3	201,3	-16,8	0,7	-9,7	-0,2
lug.	15.567,1	204,7	-71,8	13.415,3	173,2	-84,0	15.069,3	195,3	-91,9	0,2	-52,4	-0,9
ago.	15.559,9	117,1	-7,4	13.404,6	97,5	-10,8	15.065,6	112,5	-7,6	0,3	35,1	-0,1
set.	15.577,8	223,1	18,4	13.411,8	190,1	7,6	15.073,5	216,2	16,6	0,2	57,3	0,6
ott.	15.609,9	248,9	32,1	13.424,8	198,9	13,1	15.072,0	227,9	6,9	0,0	-4,7	0,6
nov.	15.729,9	251,8	119,0	13.519,7	209,9	94,0	15.181,5	240,0	108,3	0,3	48,4	1,0
dic.	15.640,3	153,3	-90,3	13.438,4	132,4	-81,9	15.087,1	148,1	-86,6	0,3	-27,5	0,7
2014 gen.	.	.	.	13.410,7	237,6	-27,7	15.098,8	289,9	-2,2	0,3	4,1	1,5

F15 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)

- emissioni lorde totali (scala di destra)
- ... consistenze totali (scala di sinistra)
- - - consistenze in euro (scala di sinistra)



Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

- 1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.
- 2) Per i dettagli del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono annualizzati.

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento

(miliardi di euro; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2012	16.575	5.399	3.225	995	6.270	684	958	589	81	69	187	32
2013	16.368	4.887	3.182	1.073	6.553	674	728	385	63	65	187	29
2013 1° trim.	16.623	5.261	3.223	1.024	6.426	690	826	439	81	62	212	32
2° trim.	16.625	5.122	3.235	1.031	6.558	678	775	408	65	67	201	34
3° trim.	16.509	5.004	3.220	1.063	6.552	671	662	350	51	64	171	25
4° trim.	16.368	4.887	3.182	1.073	6.553	674	649	341	56	66	162	25
2013 ott.	16.480	4.977	3.208	1.073	6.553	670	704	350	64	74	192	25
nov.	16.570	4.971	3.223	1.085	6.617	675	670	319	56	70	194	31
dic.	16.368	4.887	3.182	1.073	6.553	674	574	355	47	53	100	19
2014 gen.	16.483	4.925	3.213	1.097	6.578	670	890	467	71	84	228	40
	A breve termine											
2012	1.488	601	136	82	606	64	703	490	37	53	103	21
2013	1.281	473	110	75	570	52	511	315	26	48	102	21
2013 1° trim.	1.502	582	139	91	621	68	574	361	31	48	112	23
2° trim.	1.455	558	134	90	620	54	538	337	25	52	100	23
3° trim.	1.436	539	132	90	627	47	487	294	25	46	104	18
4° trim.	1.281	473	110	75	570	52	444	269	22	45	90	18
2013 ott.	1.408	524	123	90	624	47	476	272	25	50	111	18
nov.	1.388	513	124	87	612	51	430	250	21	44	93	21
dic.	1.281	473	110	75	570	52	426	284	20	41	66	15
2014 gen.	1.384	533	123	88	587	53	600	372	26	57	115	29
	A lungo termine²⁾											
2012	15.086	4.798	3.090	913	5.665	621	255	99	45	16	83	12
2013	15.087	4.413	3.072	997	5.982	622	217	69	38	17	85	8
2013 1° trim.	15.122	4.678	3.084	933	5.805	621	252	78	50	14	100	9
2° trim.	15.170	4.564	3.101	942	5.938	624	237	71	40	16	101	10
3° trim.	15.073	4.465	3.089	972	5.924	624	175	56	26	18	67	8
4° trim.	15.087	4.413	3.072	997	5.982	622	205	73	34	20	72	7
2013 ott.	15.072	4.452	3.085	982	5.929	623	228	78	39	23	81	7
nov.	15.181	4.457	3.099	997	6.004	624	240	69	35	26	100	10
dic.	15.087	4.413	3.072	997	5.982	622	148	71	27	12	34	4
2014 gen.	15.099	4.391	3.090	1.010	5.991	616	290	95	45	26	113	11
	di cui: a lungo termine con tasso fisso											
2012	10.527	2.811	1.295	823	5.153	444	165	54	18	15	71	7
2013	10.799	2.648	1.422	896	5.381	452	146	36	20	15	69	6
2013 1° trim.	10.663	2.766	1.347	841	5.259	450	165	41	25	12	80	7
2° trim.	10.775	2.719	1.391	848	5.363	455	156	34	21	13	79	8
3° trim.	10.762	2.671	1.414	872	5.352	454	124	32	14	14	58	5
4° trim.	10.799	2.648	1.422	896	5.381	452	138	37	19	18	59	5
2013 ott.	10.773	2.663	1.420	882	5.353	454	166	48	20	20	73	6
nov.	10.849	2.667	1.432	896	5.401	453	158	37	20	24	71	6
dic.	10.799	2.648	1.422	896	5.381	452	91	27	16	12	34	2
2014 gen.	10.810	2.634	1.428	905	5.395	448	213	59	26	23	97	8
	di cui: a lungo termine con tasso variabile											
2012	4.133	1.733	1.699	87	439	175	77	38	24	1	8	5
2013	3.876	1.561	1.546	98	501	169	59	28	16	2	11	2
2013 1° trim.	4.012	1.660	1.638	89	455	170	69	30	22	1	13	3
2° trim.	3.960	1.606	1.610	91	485	168	68	31	16	2	17	2
3° trim.	3.896	1.580	1.573	97	477	169	41	20	11	3	4	2
4° trim.	3.876	1.561	1.546	98	501	169	59	31	14	2	10	2
2013 ott.	3.881	1.577	1.561	96	480	168	51	25	18	3	4	1
nov.	3.912	1.581	1.561	97	503	170	72	28	13	2	25	4
dic.	3.876	1.561	1.546	98	501	169	53	40	11	1	0	1
2014 gen.	3.880	1.558	1.551	101	504	167	65	31	16	4	11	3

Fonte: BCE.

1) I dati mensili sulle emissioni lorde si riferiscono alle transizioni nel mese. A fini comparativi i dati trimestrali e annuali si riferiscono alle rispettive medie mensili.

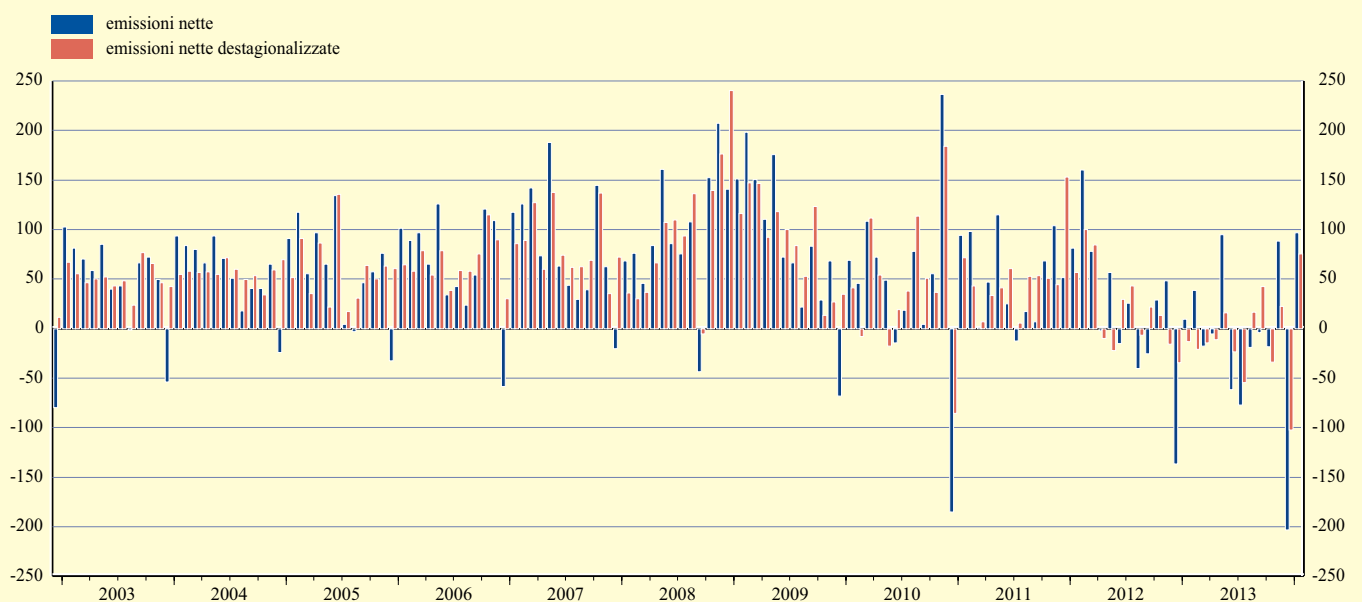
2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2012	21,6	-8,1	3,0	10,6	13,0	3,1	-	-	-	-	-	-
2013	-14,6	-39,8	-5,1	7,0	23,9	-0,6	-	-	-	-	-	-
2013 1° trim.	10,1	-46,2	-6,1	9,2	51,8	1,5	-16,2	-60,9	1,5	6,8	35,8	0,7
2° trim.	9,3	-40,8	5,2	3,5	44,7	-3,3	-6,2	-39,6	4,5	2,3	29,7	-3,0
3° trim.	-33,6	-36,7	-4,3	11,2	-1,7	-2,1	1,2	-35,5	9,8	11,7	15,9	-0,6
4° trim.	-44,5	-35,5	-15,3	3,9	0,9	1,4	-38,0	-24,4	-35,7	6,8	14,5	0,9
2013 ott.	-18,4	-21,0	-10,9	11,7	2,2	-0,3	-34,0	-10,6	-31,2	9,5	1,1	-2,8
nov.	88,4	-5,9	14,6	10,8	63,9	4,9	22,3	-10,3	-8,1	12,3	24,1	4,3
dic.	-203,5	-79,6	-49,5	-10,7	-63,3	-0,4	-102,3	-52,3	-67,9	-1,5	18,3	1,2
2014 gen.	96,5	27,5	28,2	21,9	24,1	-5,3	75,7	9,5	41,2	20,5	5,7	-1,2
A lungo termine												
2012	31,6	0,5	1,1	10,4	15,4	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	3,4	-29,4	-1,8	7,5	26,8	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 1° trim.	7,8	-39,2	-5,8	6,2	46,6	0,0	-6,1	-46,8	1,4	6,0	34,9	-1,5
2° trim.	24,1	-33,1	6,8	4,0	45,1	1,4	1,6	-39,1	6,9	2,9	31,0	-0,2
3° trim.	-27,7	-30,8	-3,6	10,9	-4,4	0,1	13,3	-27,6	7,2	11,5	19,7	2,5
4° trim.	9,5	-14,6	-4,5	9,0	19,8	-0,2	5,4	-4,9	-22,2	9,7	22,2	0,6
2013 ott.	6,9	-8,0	-2,3	11,7	5,5	0,0	-4,7	-0,4	-20,5	9,9	5,6	0,7
nov.	108,3	4,7	13,7	14,0	75,4	0,7	48,4	7,5	-9,0	14,1	36,0	-0,2
dic.	-86,6	-40,3	-24,9	1,4	-21,4	-1,4	-27,5	-21,9	-37,0	5,0	25,2	1,2
2014 gen.	-2,2	-28,4	15,2	9,5	7,9	-6,4	4,1	-32,4	27,3	11,8	3,2	-5,9

F16 Emissioni nette di titoli non azionari: dati destagionalizzati e non destagionalizzati
(miliardi di euro; transazioni nel mese; valori nominali)



Fonte: BCE.

1) I dati mensili sulle emissioni nette si riferiscono alle transazioni nel mese. A fini comparativi i dati trimestrali e annuali si riferiscono alle rispettive medie mensili.

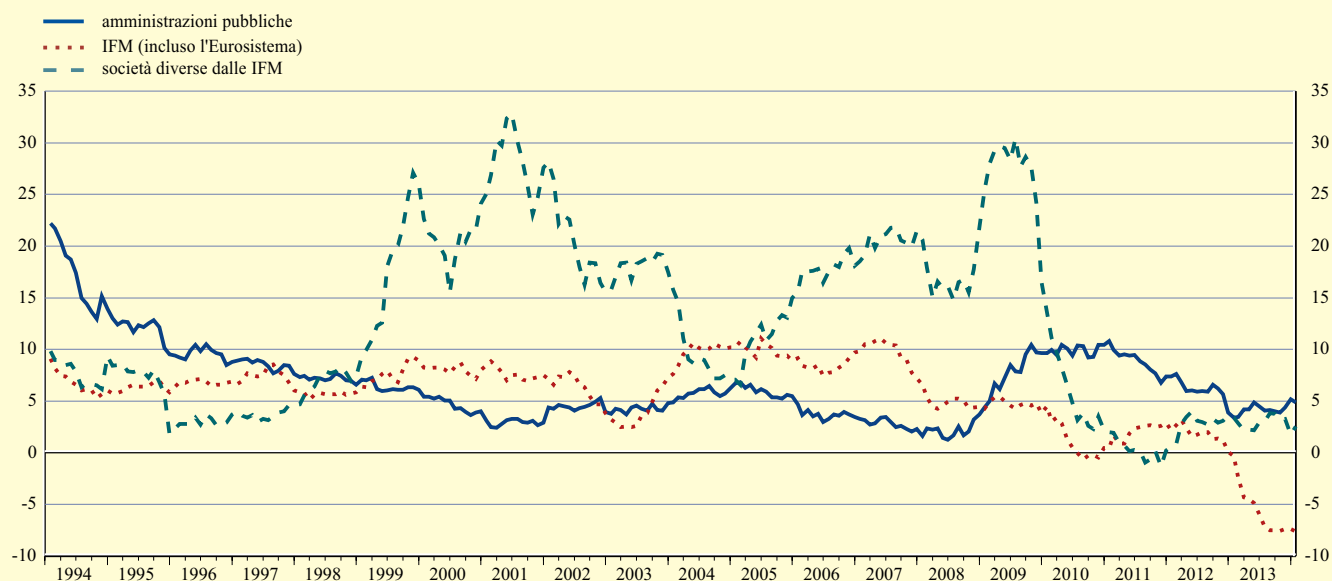
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2013 gen.	1,1	-2,3	0,9	13,9	2,1	4,6	-0,4	-5,8	0,2	15,0	2,3	-4,0
feb.	0,4	-4,4	0,9	13,7	2,6	0,4	-0,6	-8,4	2,8	14,4	3,2	-6,1
mar.	-0,2	-6,1	-0,6	13,1	3,6	-0,8	-1,0	-9,5	1,5	12,0	3,9	-4,7
apr.	-0,2	-6,2	-0,7	12,8	3,5	0,4	-1,3	-10,6	2,2	11,7	3,4	-2,7
mag.	0,0	-6,5	-0,5	11,2	4,4	-0,4	-0,9	-11,5	3,4	8,5	5,2	-2,8
giu.	-0,2	-7,3	0,4	10,2	4,3	-2,6	-0,8	-10,8	1,1	5,5	6,3	-2,1
lug.	-0,9	-8,7	0,8	10,1	4,1	-4,7	-1,3	-11,6	1,4	5,6	5,9	-5,6
ago.	-0,7	-9,2	1,7	10,6	4,1	-3,6	-0,9	-9,9	0,5	7,2	5,1	-1,4
set.	-0,6	-8,9	2,1	10,2	4,0	-3,8	-0,2	-8,4	2,7	8,4	4,3	-3,2
ott.	-0,9	-9,0	1,1	10,2	3,8	-4,1	-0,5	-7,4	0,0	8,6	4,2	-5,0
nov.	-0,7	-8,8	1,1	10,3	4,0	-2,6	-0,4	-5,9	-1,1	12,1	2,8	-2,2
dic.	-1,1	-8,9	-1,9	8,4	4,6	-1,1	-1,3	-6,9	-4,8	11,1	2,8	0,2
2014 gen.	-0,5	-8,1	-0,6	9,7	4,4	-2,0	0,2	-4,5	-2,4	14,1	3,0	2,0
	A lungo termine											
2013 gen.	2,2	-0,3	0,3	15,4	2,9	8,6	1,3	-2,2	-0,4	19,0	2,5	3,8
feb.	1,4	-2,4	-0,3	14,6	3,3	4,5	0,7	-4,9	0,5	16,8	3,2	1,0
mar.	0,9	-4,3	-0,9	13,6	4,3	2,9	-0,1	-6,7	0,5	12,8	3,6	-1,6
apr.	0,9	-4,5	-1,0	14,5	4,3	3,2	-0,6	-8,3	1,1	11,8	3,3	-0,1
mag.	1,0	-4,9	-0,8	13,2	5,1	2,9	-0,3	-10,0	2,5	7,8	5,5	-1,0
giu.	0,7	-5,9	0,3	12,5	4,8	1,6	-0,2	-10,4	1,6	5,9	7,1	-1,7
lug.	0,2	-7,2	0,6	12,0	4,5	0,3	-0,9	-11,9	1,5	5,6	6,5	-3,1
ago.	0,3	-7,5	1,4	12,4	4,5	0,7	-0,1	-10,0	2,4	8,3	5,8	0,3
set.	0,2	-7,5	1,6	11,1	4,4	0,3	0,6	-8,4	2,8	9,5	5,3	2,2
ott.	0,0	-7,5	0,9	10,9	4,2	0,8	0,6	-6,8	0,7	10,0	5,1	1,7
nov.	0,3	-7,4	1,0	11,0	4,8	0,4	1,0	-4,7	-0,5	14,3	4,1	1,7
dic.	0,3	-7,4	-0,7	9,9	5,7	0,6	0,7	-4,2	-2,9	14,0	4,3	3,0
2014 gen.	0,3	-7,6	0,2	10,3	5,5	-1,1	1,5	-3,2	-1,0	15,2	4,4	1,2

F17 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



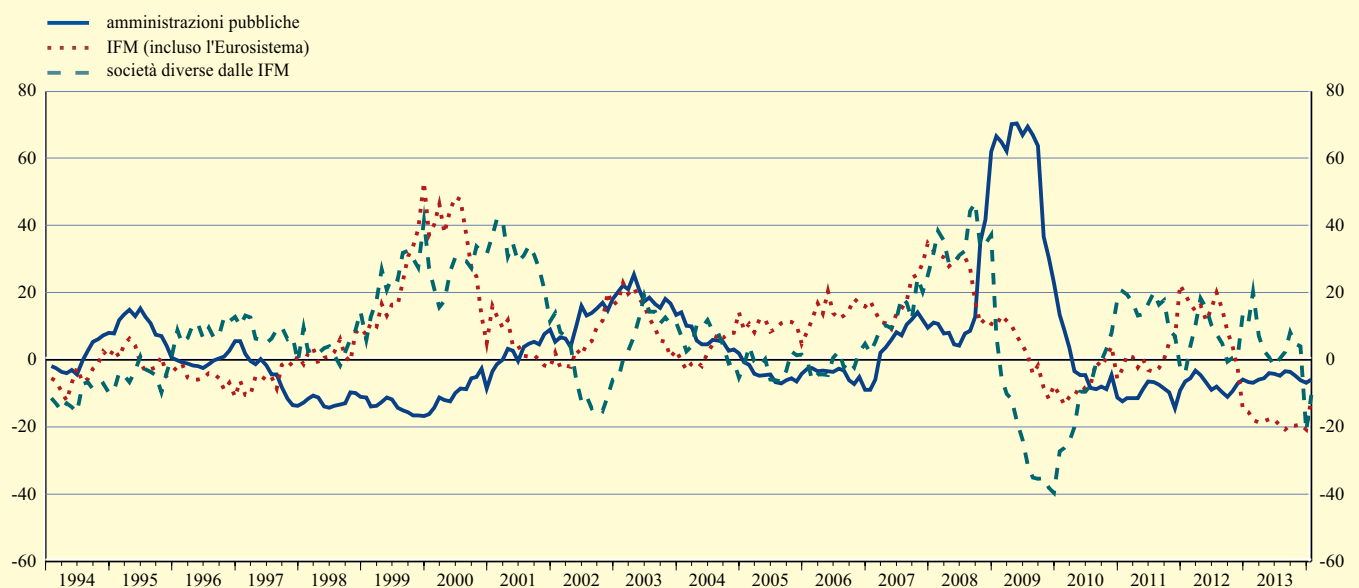
Fonte: BCE.

1) Per i dettagli del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro¹⁾ (continua)
(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
	Tutte le valute											
2012	5,4	4,1	2,4	10,4	5,9	7,3	-0,8	-0,3	-5,0	-0,4	6,6	23,3
2013	3,4	-3,2	7,2	13,6	4,6	4,1	-7,4	-7,5	-10,2	5,1	-1,3	-0,8
2013 1° trim.	4,4	0,3	6,5	16,2	4,4	6,0	-6,8	-4,1	-10,7	-0,6	-7,6	7,9
2° trim.	3,8	-3,3	7,8	14,9	5,1	4,5	-7,7	-6,7	-11,4	2,1	-1,8	-0,8
3° trim.	3,1	-4,8	8,4	12,9	4,8	3,4	-8,3	-9,6	-9,8	6,9	-1,9	-5,4
4° trim.	2,5	-5,0	6,3	10,7	4,2	2,6	-6,9	-9,8	-8,7	12,2	6,5	-4,1
2013 ago.	3,0	-5,1	8,7	13,1	4,6	3,3	-8,3	-9,9	-9,4	7,5	-2,2	-5,0
set.	2,7	-5,0	7,8	11,3	4,3	2,9	-7,5	-9,9	-8,7	11,1	2,0	-5,2
ott.	2,6	-5,1	6,5	10,9	4,4	3,3	-7,7	-9,9	-8,6	11,7	-0,9	-4,9
nov.	2,3	-4,8	5,9	10,7	3,9	2,0	-5,9	-9,8	-8,1	13,3	13,2	-3,2
dic.	2,3	-5,1	5,1	9,7	4,5	2,2	-6,3	-9,3	-9,9	12,1	14,2	-2,9
2014 gen.	2,0	-5,8	4,2	10,0	4,6	0,0	-5,2	-8,8	-8,1	14,3	15,8	-3,0
	In euro											
2012	5,6	4,6	2,1	10,6	6,0	7,2	-0,5	2,0	-6,6	-1,4	6,3	22,9
2013	3,2	-4,0	5,0	14,8	4,6	4,1	-7,7	-7,2	-11,3	6,3	-1,8	-1,2
2013 1° trim.	4,2	0,1	4,8	17,6	4,4	5,3	-7,0	-2,8	-12,3	-0,3	-8,3	7,9
2° trim.	3,5	-4,0	5,4	16,3	5,0	4,4	-7,9	-5,9	-12,7	4,0	-2,4	-1,4
3° trim.	2,8	-5,9	5,8	14,0	4,8	3,8	-8,7	-9,7	-10,6	8,4	-2,3	-5,8
4° trim.	2,2	-6,0	4,2	11,6	4,3	2,8	-7,2	-10,3	-9,3	13,0	6,4	-4,5
2013 ago.	2,7	-6,1	6,3	14,0	4,7	3,9	-8,7	-10,2	-10,2	9,2	-2,7	-5,4
set.	2,3	-6,3	5,3	12,1	4,4	2,8	-7,9	-10,2	-9,5	11,7	1,7	-5,6
ott.	2,3	-6,0	4,1	11,6	4,4	3,6	-8,1	-10,4	-9,1	13,9	-1,4	-5,4
nov.	2,0	-5,8	4,0	11,9	3,9	2,2	-6,2	-10,3	-8,6	13,2	13,4	-3,5
dic.	2,2	-6,2	3,4	10,6	4,5	2,4	-6,9	-10,2	-10,7	11,9	14,1	-3,4
2014 gen.	1,6	-6,9	1,1	9,9	4,6	0,0	-5,9	-9,6	-9,5	12,8	16,0	-3,1

F18 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente sono calcolate su dati di fine periodo per i dati mensili, su medie nel periodo per i dati trimestrali e annuali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; valori di mercato)

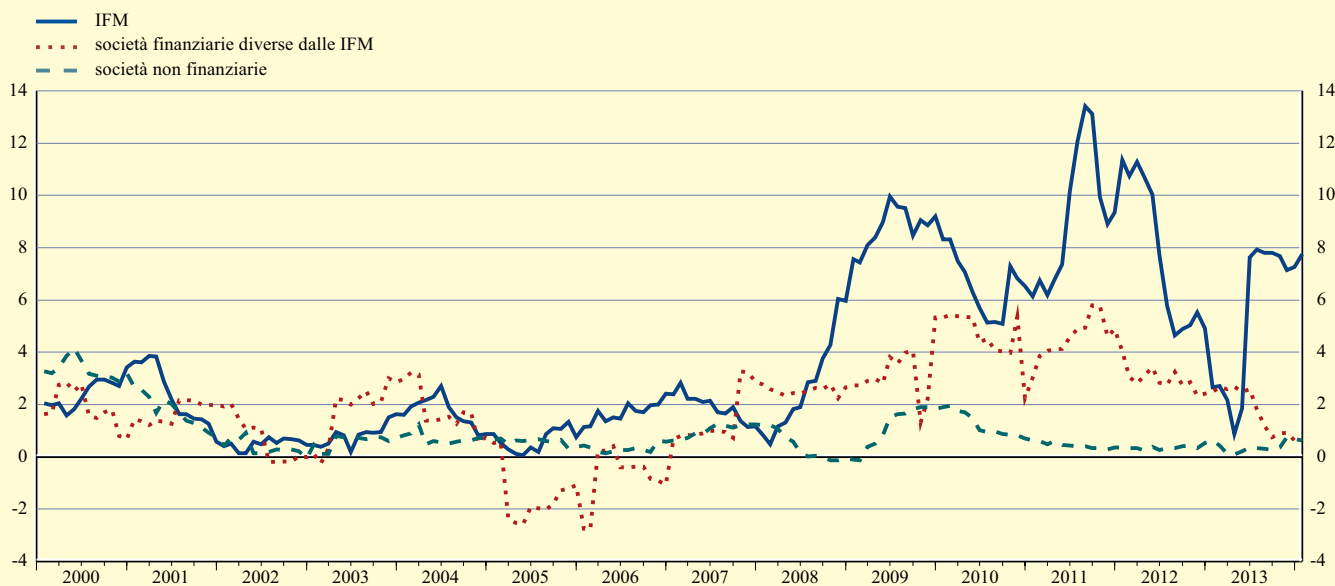
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2008=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2012 gen.	4.095,4	106,3	1,7	375,4	11,4	298,4	4,0	3.421,6	0,4
feb.	4.261,6	106,3	1,5	394,6	10,7	311,6	3,1	3.555,3	0,3
mar.	4.245,4	106,4	1,5	373,0	11,3	311,4	2,8	3.561,0	0,3
apr.	4.071,1	106,5	1,4	327,2	10,7	292,3	3,1	3.451,6	0,2
mag.	3.765,4	106,6	1,5	280,8	10,0	265,5	3,4	3.219,1	0,4
giu.	3.928,0	106,7	1,1	317,6	7,7	285,0	2,8	3.325,4	0,3
lug.	4.054,1	106,8	1,0	309,9	5,8	292,1	2,7	3.452,1	0,3
ago.	4.178,8	106,8	0,9	349,6	4,6	309,4	3,2	3.519,7	0,3
set.	4.235,1	106,9	0,9	364,9	4,9	323,9	2,7	3.546,3	0,4
ott.	4.311,8	107,0	1,0	383,5	5,0	333,8	2,8	3.594,4	0,4
nov.	4.399,7	106,9	0,9	395,7	5,5	342,3	2,3	3.661,8	0,3
dic.	4.503,7	107,2	1,0	402,4	4,9	357,3	2,4	3.743,9	0,5
2013 gen.	4.658,5	107,3	0,9	441,5	2,7	370,7	2,5	3.846,3	0,6
feb.	4.643,2	107,1	0,8	416,1	2,7	364,5	2,7	3.862,6	0,4
mar.	4.645,2	106,9	0,5	380,3	2,2	369,0	2,6	3.895,9	0,1
apr.	4.747,4	106,8	0,3	410,4	0,9	394,9	2,7	3.942,1	0,1
mag.	4.864,1	107,1	0,5	440,2	1,9	408,0	2,5	4.016,0	0,2
giu.	4.663,9	107,9	1,2	413,5	7,6	394,5	2,6	3.855,9	0,4
lug.	4.903,7	108,0	1,1	446,6	7,9	418,7	1,8	4.038,5	0,3
ago.	4.892,0	108,0	1,1	461,5	7,8	416,1	1,2	4.014,5	0,3
set.	5.136,7	107,9	1,0	491,7	7,8	427,6	0,7	4.217,3	0,3
ott.	5.411,0	108,1	1,1	557,2	7,7	445,1	0,9	4.408,7	0,4
nov.	5.502,3	108,4	1,3	562,8	7,1	454,6	0,9	4.484,9	0,7
dic.	5.567,2	108,6	1,3	568,8	7,3	465,8	0,6	4.532,7	0,7
2014 gen.	5.484,9	108,7	1,3	597,8	7,8	456,1	0,7	4.431,0	0,6

F19 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per i dettagli del calcolo dell'indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro; valori di mercato)

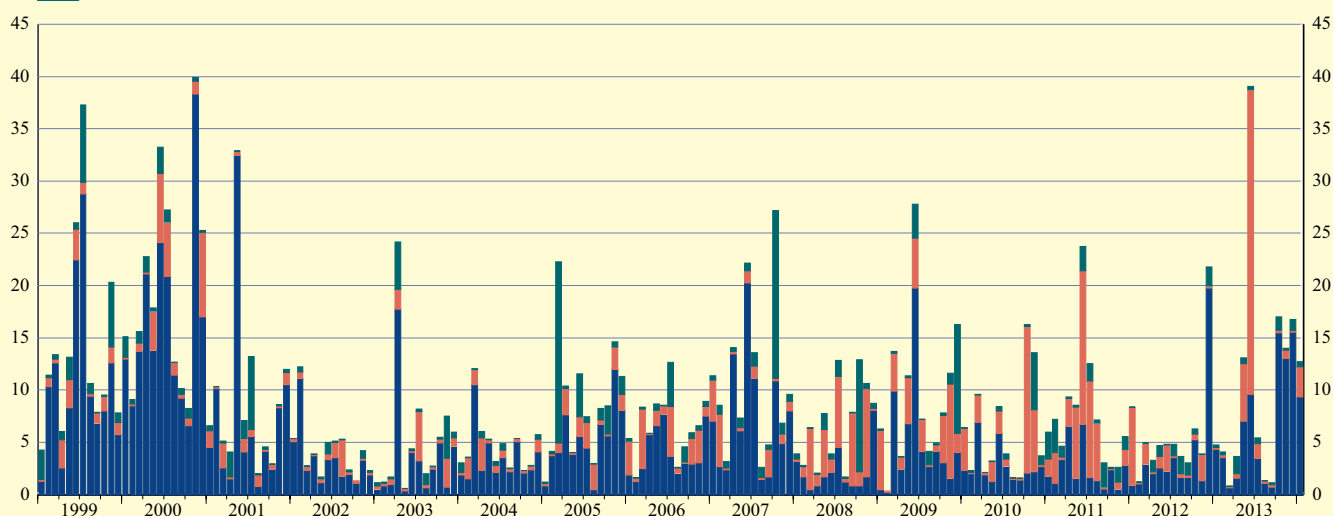
2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012 gen.	8,4	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,6
feb.	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1
mar.	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
apr.	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
mag.	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
giu.	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
lug.	4,8	0,3	4,5	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,6	0,3	3,2
ago.	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
set.	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
ott.	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
nov.	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
dic.	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,8	10,8	8,9
2013 gen.	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
feb.	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
mar.	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
apr.	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
mag.	13,1	1,8	11,3	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	7,0	1,8	5,2
giu.	39,1	1,7	37,3	29,2	0,0	29,1	0,3	0,1	0,3	9,6	1,7	7,9
lug.	5,4	3,0	2,4	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,1	2,4
ago.	1,1	2,3	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,5	1,1	1,8	-0,7
set.	1,0	1,7	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	-0,4	0,7	1,1	-0,4
ott.	16,9	7,5	9,4	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	15,5	7,4	8,1
nov.	14,0	2,1	11,9	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	13,0	2,0	11,0
dic.	16,6	7,0	9,6	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	15,6	7,0	8,6
2014 gen.	12,7	7,8	4,9	2,9	0,3	2,6	0,5	0,1	0,3	9,4	7,4	1,9

F20 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

(miliardi di euro; transazioni del mese; valori di mercato)

■ società non finanziarie
■ IFM
■ società finanziarie diverse dalle IFM



Fonte: BCE.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ²⁾		A vista	Con durata prestabilita			
	1	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	7	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni		10
2013 mar.	0,36	2,29	2,17	2,28	1,37	1,43	0,40	0,93	1,85	1,99	1,00
apr.	0,34	2,33	2,10	2,25	1,36	1,37	0,38	0,96	1,70	1,90	0,68
mag.	0,33	2,04	2,06	2,25	1,31	1,31	0,38	0,83	1,86	1,98	0,48
giu.	0,32	1,88	1,88	2,12	1,30	1,28	0,38	0,83	1,65	1,77	0,72
lug.	0,31	1,88	1,90	2,08	1,28	1,23	0,37	0,82	1,63	1,78	0,85
ago.	0,30	1,81	1,87	2,05	1,15	1,21	0,37	0,70	1,57	1,85	0,51
set.	0,30	1,71	1,86	2,06	1,15	1,17	0,35	0,81	1,68	1,87	0,56
ott.	0,29	1,72	1,83	2,07	1,13	1,15	0,34	0,78	1,65	2,28	0,29
nov.	0,29	1,60	1,76	2,02	1,12	1,11	0,34	0,75	1,57	1,73	0,47
dic.	0,29	1,58	1,66	1,91	1,11	1,07	0,34	0,79	1,52	1,63	0,71
2014 gen.	0,28	1,66	1,64	1,95	1,09	1,05	0,33	0,71	1,42	1,81	0,58
feb.	0,28	1,60	1,62	1,93	1,10	1,03	0,33	0,64	1,42	1,75	0,83

2. Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie (nuove operazioni)

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving ³⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Prestiti a imprese individuali e a società di persone			
			Periodo iniziale di determinazione del tasso			(TAEG) ⁴⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			(TAEG) ⁴⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			
			Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
2013 mar.	7,95	17,06	5,43	6,01	7,86	7,15	2,86	3,19	3,13	3,34	3,38	3,16	4,16	3,17
apr.	7,93	17,08	5,38	5,95	7,83	7,06	2,87	3,13	3,06	3,34	3,38	3,26	3,97	3,11
mag.	7,91	17,08	5,62	6,12	7,81	7,20	2,87	3,09	2,95	3,22	3,32	3,32	4,11	3,14
giu.	7,84	17,03	5,51	6,06	7,65	7,07	2,82	3,00	2,87	3,15	3,25	3,10	4,07	3,01
lug.	7,75	16,96	5,63	6,12	7,63	7,13	2,84	2,97	2,90	3,17	3,28	3,19	3,75	3,18
ago.	7,74	17,01	5,62	6,15	7,64	7,15	2,80	3,01	2,97	3,18	3,31	3,00	4,06	3,15
set.	7,77	17,02	5,80	6,07	7,62	7,20	2,83	3,05	3,05	3,25	3,35	3,04	3,99	3,16
ott.	7,67	17,02	5,71	6,04	7,63	7,13	2,77	3,04	3,12	3,27	3,35	3,10	3,95	3,26
nov.	7,64	16,96	5,81	6,05	7,74	7,20	2,79	3,06	3,15	3,31	3,37	3,30	4,08	3,19
dic.	7,63	16,94	5,63	6,20	7,42	7,05	2,78	3,00	3,15	3,32	3,37	3,07	3,86	3,05
2014 gen.	7,69	17,08	5,73	6,08	7,71	7,34	2,79	3,01	3,12	3,31	3,36	3,24	3,81	3,01
feb.	7,66	17,07	5,87	6,01	7,68	7,38	2,79	2,95	3,10	3,27	3,35	3,29	3,98	3,07

3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti fino a 0,25 milioni di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)					Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)						
		Tasso variabile fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	Tasso variabile fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni	
2013 mar.	4,17	4,56	4,71	4,11	4,25	3,75	3,61	2,01	2,91	3,07	4,06	2,85	2,85
apr.	4,17	4,78	4,71	4,16	4,07	3,62	3,58	2,14	2,71	3,21	4,16	3,00	2,94
mag.	4,14	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,09	2,70	3,21	3,52	2,68	2,79
giu.	4,14	4,54	4,60	4,40	4,34	3,56	3,41	2,05	2,60	3,01	2,96	2,71	3,12
lug.	4,12	4,65	4,80	4,34	4,09	3,48	3,45	2,13	2,71	2,72	2,82	2,98	3,17
ago.	4,10	4,50	4,81	4,41	4,06	3,41	3,39	2,03	2,56	2,82	3,00	2,88	3,10
set.	4,13	4,53	4,67	4,39	4,16	3,41	3,42	2,08	2,54	2,86	2,75	2,89	3,28
ott.	4,14	4,60	4,83	4,39	4,14	3,51	3,50	2,19	2,64	3,14	2,86	3,28	3,38
nov.	4,08	4,56	4,71	4,34	4,29	3,56	3,50	2,23	2,62	2,96	2,90	2,98	3,10
dic.	4,12	4,53	4,49	4,20	4,19	3,43	3,41	2,17	2,73	2,67	2,81	2,82	3,13
2014 gen.	4,15	4,61	4,68	4,25	3,99	3,40	3,48	2,15	2,75	2,76	2,94	2,97	3,13
feb.	4,12	4,53	4,59	4,26	4,07	3,48	3,45	2,09	2,76	2,91	2,78	2,79	3,15

Fonte: BCE.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società non finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società non finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- Questa categoria di strumenti non include debito da carte di credito a saldo, ovvero con concessione di credito a tasso zero nel ciclo di fatturazione.
- Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro¹⁾ *
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

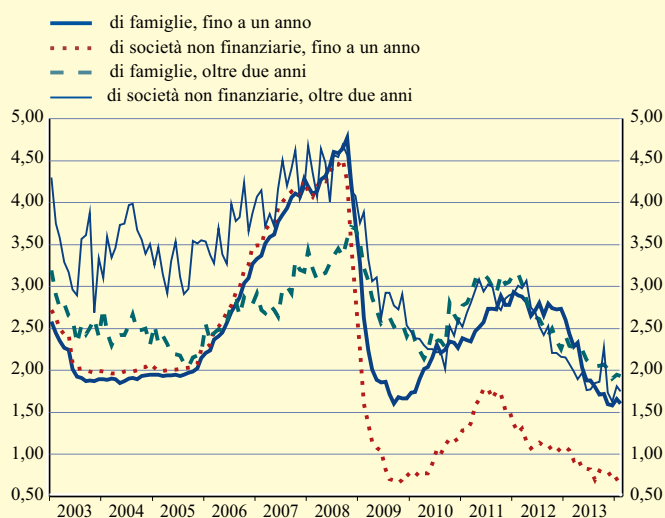
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ²⁾		A vista	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013 mar.	0,36	2,53	2,70	1,37	1,43	0,40	1,65	2,89	2,19
apr.	0,34	2,47	2,70	1,36	1,37	0,38	1,60	2,83	1,99
mag.	0,33	2,41	2,67	1,31	1,31	0,38	1,57	2,79	1,62
giu.	0,32	2,36	2,67	1,30	1,28	0,38	1,52	2,80	1,73
lug.	0,31	2,28	2,64	1,28	1,23	0,37	1,46	2,77	1,67
ago.	0,30	2,22	2,63	1,15	1,21	0,37	1,44	2,82	1,50
set.	0,30	2,16	2,63	1,15	1,17	0,35	1,41	2,84	1,66
ott.	0,29	2,09	2,60	1,13	1,15	0,34	1,34	2,83	1,35
nov.	0,29	2,02	2,60	1,12	1,11	0,34	1,32	2,84	1,34
dic.	0,29	1,94	2,57	1,11	1,07	0,34	1,29	2,79	1,05
2014 gen.	0,28	1,88	2,55	1,09	1,05	0,33	1,24	2,77	1,01
feb.	0,28	1,84	2,59	1,10	1,03	0,33	1,23	2,78	1,08

5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie					Prestiti a società non finanziarie			
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita		Con durata prestabilita			
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013 mar.	3,50	3,36	3,49	7,79	6,21	4,89	3,69	3,25	3,16
apr.	3,49	3,33	3,49	7,74	6,19	4,88	3,67	3,25	3,15
mag.	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,66	3,24	3,13
giu.	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,63	3,24	3,14
lug.	3,51	3,24	3,40	7,59	6,18	4,84	3,64	3,26	3,14
ago.	3,52	3,22	3,37	7,58	6,16	4,82	3,63	3,26	3,12
set.	3,55	3,22	3,37	7,64	6,16	4,83	3,65	3,24	3,13
ott.	3,50	3,20	3,35	7,61	6,10	4,80	3,62	3,27	3,12
nov.	3,51	3,22	3,34	7,52	6,11	4,79	3,59	3,28	3,12
dic.	3,59	3,24	3,33	7,49	6,08	4,77	3,61	3,29	3,14
2014 gen.	3,60	3,17	3,31	7,58	6,11	4,76	3,67	3,30	3,13
feb.	3,59	3,22	3,37	7,64	6,28	4,83	3,66	3,33	3,17

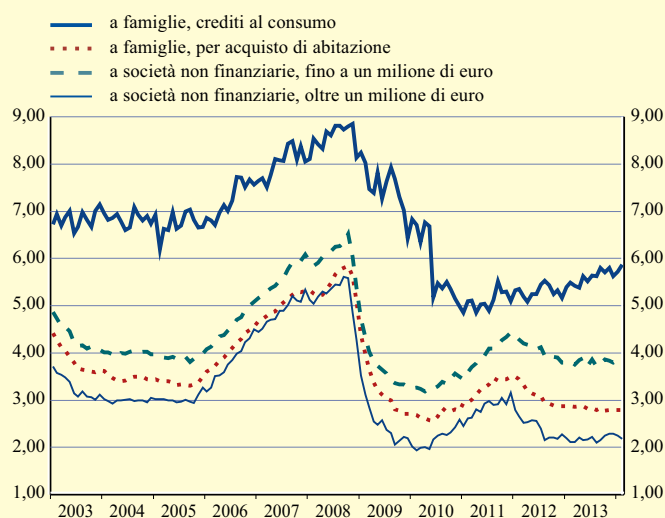
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



F22 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

* Cfr. pag. S42 per la fonte dei dati riportati nella tavola e le relative note a piè di pagina.

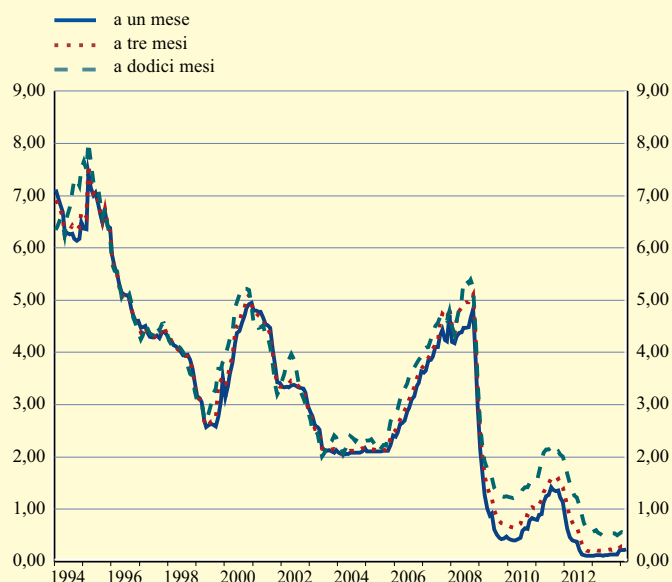
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro ^{1), 2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2012	0,23	0,33	0,58	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2013 1° trim.	0,07	0,12	0,21	0,34	0,57	0,29	0,16
2° trim.	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
3° trim.	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15
4° trim.	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14
2014 1° trim.	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
2013 mar.	0,07	0,12	0,21	0,33	0,54	0,28	0,16
apr.	0,08	0,12	0,21	0,32	0,53	0,28	0,16
mag.	0,08	0,11	0,20	0,30	0,48	0,27	0,16
giu.	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
lug.	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16
ago.	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15
set.	0,08	0,13	0,22	0,34	0,54	0,25	0,15
ott.	0,09	0,13	0,23	0,34	0,54	0,24	0,15
nov.	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14
dic.	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15
2014 gen.	0,20	0,22	0,29	0,40	0,56	0,24	0,14
feb.	0,16	0,22	0,29	0,39	0,55	0,24	0,14
mar.	0,19	0,23	0,31	0,41	0,58	0,23	0,14

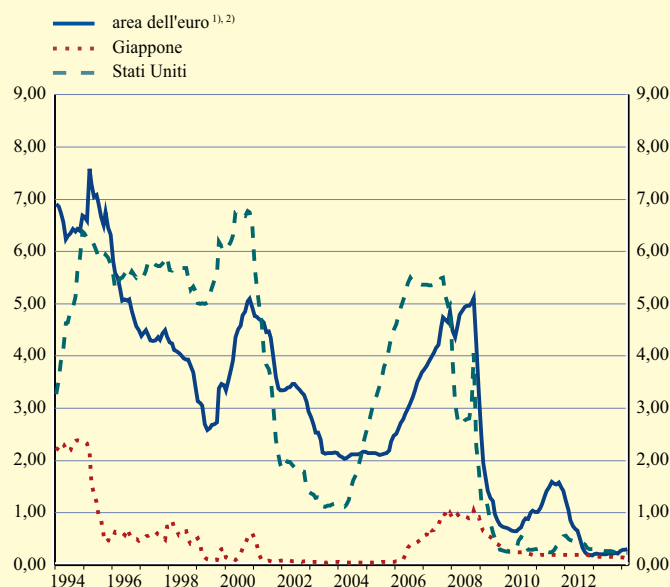
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ^{1), 2)}

(medie mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



F24 Tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi

(medie mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

- 1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

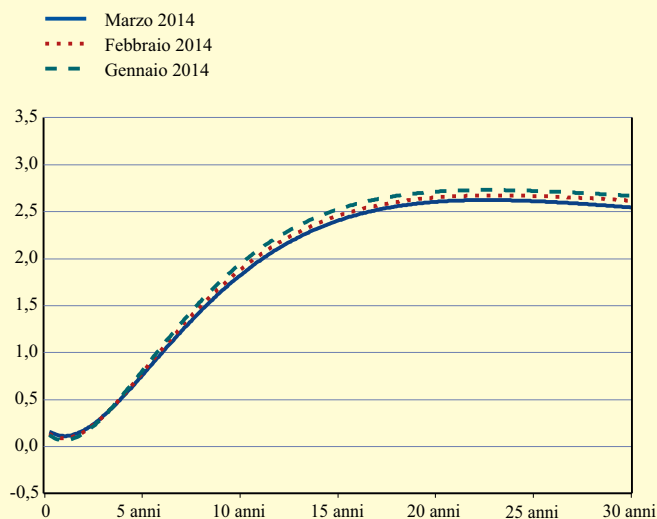
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro ¹⁾

(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2013 1° trim.	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
2° trim.	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
3° trim.	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
4° trim.	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 1° trim.	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
2013 mar.	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
apr.	0,03	-0,01	0,04	0,54	0,96	1,55	1,52	1,51	-0,01	0,23	1,58	3,28
mag.	0,02	0,03	0,13	0,75	1,22	1,84	1,82	1,71	0,08	0,41	1,95	3,62
giu.	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
lug.	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59
ago.	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78
set.	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
ott.	0,05	0,05	0,15	0,82	1,32	1,95	1,90	1,80	0,09	0,45	2,10	3,74
nov.	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
dic.	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 gen.	0,09	0,04	0,11	0,77	1,27	1,89	1,80	1,79	0,04	0,37	2,06	3,61
feb.	0,14	0,09	0,16	0,79	1,27	1,88	1,74	1,72	0,09	0,41	2,03	3,56
mar.	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50

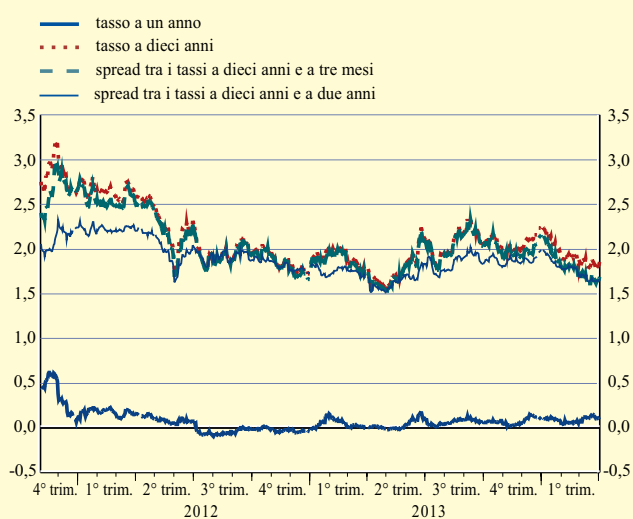
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro ²⁾

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro ²⁾

(dati giornalieri; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)



Fonti: elaborazioni della BCE; i dati utilizzati sono stati forniti da Euro MTS e i rating da Fitch Ratings.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2) I dati si riferiscono ai titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro con rating AAA.

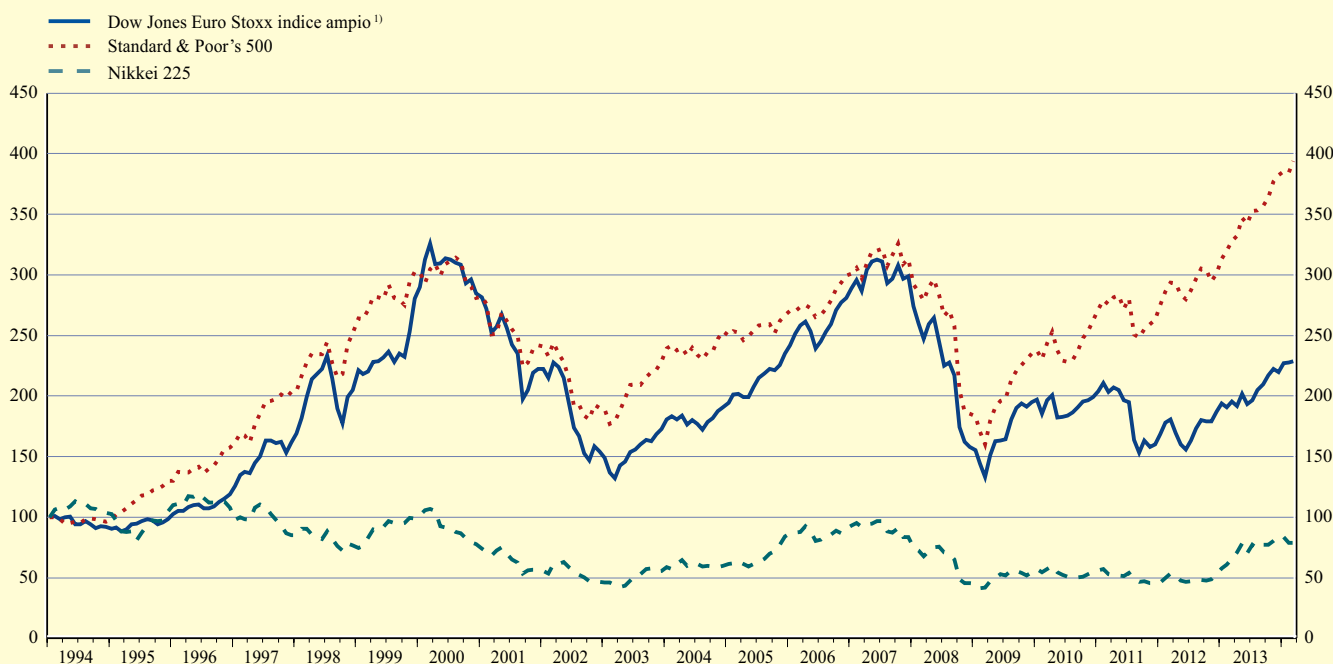
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2013 1° trim.	268,2	2.676,6	568,7	181,2	443,1	309,8	144,1	378,1	257,2	222,9	241,3	600,1	1.514,0	11.457,6
2° trim.	271,8	2.696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1.609,5	13.629,3
3° trim.	282,1	2.782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1.674,9	14.127,7
4° trim.	304,9	3.017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1.768,7	14.951,3
2014 1° trim.	315,9	3.090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1.834,9	14.958,9
2013 mar.	270,8	2.680,2	576,6	187,2	457,1	307,4	140,1	388,2	260,6	221,0	240,2	626,1	1.550,8	12.244,0
apr.	265,9	2.636,3	560,9	187,0	449,8	299,6	136,0	374,1	250,5	225,2	238,6	650,8	1.570,7	13.224,1
mag.	280,2	2.785,8	590,1	192,5	472,0	315,0	147,5	392,7	267,1	232,0	248,7	668,7	1.639,8	14.532,4
giu.	268,3	2.655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1.618,8	13.106,6
lug.	272,4	2.686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1.668,7	14.317,5
ago.	284,2	2.803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1.670,1	13.726,7
set.	290,6	2.864,6	592,8	202,3	485,0	323,9	156,8	423,6	288,6	234,1	260,0	613,1	1.687,2	14.372,1
ott.	301,4	2.988,9	602,2	210,0	487,3	329,2	168,4	436,3	293,4	249,6	290,6	616,5	1.720,0	14.329,0
nov.	308,7	3.056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1.783,5	14.931,7
dic.	304,7	3.010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1.807,8	15.655,2
2014 gen.	314,7	3.092,4	640,7	217,4	497,9	318,8	181,3	462,3	308,2	251,3	297,4	647,6	1.822,4	15.578,3
feb.	315,9	3.085,9	643,7	219,2	502,0	318,9	183,0	460,0	304,3	261,1	291,9	638,3	1.817,0	14.617,6
mar.	317,0	3.094,0	632,7	219,5	500,7	332,4	182,5	460,6	306,2	275,0	292,2	635,8	1.863,5	14.694,8

F27 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)¹⁾

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici												
in perc. del totale nel 2014	100,0	100,0	81,7	57,2	42,8	100,0	12,3	7,5	26,7	10,8	42,8	87,3	12,7	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7	
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5	
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8	
2013	117,2	1,4	1,3	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2013 1° trim.	116,4	1,9	1,5	2,0	1,7	0,4	0,6	0,5	0,1	1,0	0,4	1,7	3,2	
2° trim.	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,4	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,3	
3° trim.	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,5	0,7	0,4	0,0	1,0	0,5	1,3	1,8	
4° trim.	117,6	0,8	1,0	0,5	1,2	-0,1	0,3	-1,1	0,1	-1,1	0,1	0,7	1,4	
2014 1° trim.	117,2	0,7	.	.	1,2	.	.	.	.	0,0	.	.	.
2013 ott.	117,6	0,7	1,0	0,4	1,2	-0,2	0,1	-0,7	0,0	-1,2	-0,1	0,6	1,3	
nov.	117,5	0,9	1,1	0,4	1,4	0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,8	0,2	0,8	1,3	
dic.	117,9	0,8	0,9	0,7	1,0	0,1	0,1	0,9	0,1	0,6	-0,1	0,8	1,4	
2014 gen.	116,6	0,8	1,0	0,5	1,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	2,0	
feb.	116,9	0,7	1,1	0,3	1,3	0,1	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,5	2,0	
mar. ³⁾	118,1	0,5	.	.	1,1	.	.	.	.	-0,3	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale nel 2014	19,8	12,3	7,5	37,5	26,7	10,8	10,5	6,8	7,3	3,1	14,7	7,2
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2013 1° trim.	2,9	2,3	3,9	1,5	0,8	3,2	1,8	1,5	3,1	-4,6	2,8	0,7
2° trim.	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9
3° trim.	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8
4° trim.	1,8	2,1	1,3	-0,1	0,3	-0,9	1,7	1,4	1,8	-3,5	2,0	0,4
2014 1° trim.	1,4	.	.	.	0,3	-1,9	.	.	.	.	.	.
2013 ott.	1,9	2,2	1,4	-0,3	0,3	-1,7	1,7	1,4	2,0	-4,0	1,9	0,4
nov.	1,6	2,0	0,9	-0,1	0,2	-1,1	1,7	1,4	1,9	-3,3	2,5	0,5
dic.	1,8	2,0	1,5	0,2	0,3	0,0	1,7	1,4	1,4	-3,4	1,5	0,5
2014 gen.	1,7	2,0	1,3	-0,2	0,2	-1,2	1,7	1,4	1,6	-3,2	1,4	1,3
feb.	1,5	1,8	0,9	-0,4	0,4	-2,3	1,8	1,4	1,8	-2,4	1,5	1,2
mar. ³⁾	1,0	.	.	.	0,3	-2,1	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- 3) Stime basate su dati nazionali provvisori che di norma coprono il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali

in perc. del totale nel 2010	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni									Beni energetici	Prezzi delle costruzioni ^{1),2)}	Prezzi degli immobili residenziali ^{1),3)}	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ^{1),3)}
	Totale (indice 2010 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Totale				
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
							Totale	Durevoli						Non durevoli
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	2,3	20,3	27,9				
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,2	0,4	0,7	0,4	6,1	1,9	0,9	-0,2
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,8	1,5	3,3	1,9	3,5	10,9	3,3	1,1	2,7
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	1,6	2,6	6,6	1,6	-1,7	-0,2
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	0,7	1,8	-1,7	0,6	.	.
2012 4° trim.	109,2	2,4	1,9	1,6	1,3	0,8	2,5	1,2	2,7	4,5	1,3	-2,3	-1,2
2013 1° trim.	109,3	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,2	0,8	2,4	0,9	0,9	-2,8	-1,4
2° trim.	108,3	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-2,0	0,4	-2,4	-1,0
3° trim.	108,4	-0,6	-0,3	0,3	-1,1	0,6	1,8	0,6	2,0	-2,7	0,4	-1,4	-0,3
4° trim.	108,0	-1,1	-0,8	-0,3	-1,7	0,6	0,9	0,6	1,0	-2,9	0,6	.	.
2013 set.	108,5	-0,9	-0,7	-0,1	-1,6	0,6	1,6	0,7	1,6	-2,9	-	-	-
ott.	108,0	-1,3	-1,1	-0,3	-1,8	0,6	1,1	0,6	1,1	-3,6	-	-	-
nov.	107,9	-1,2	-0,9	-0,4	-1,7	0,5	0,9	0,6	0,9	-3,2	-	-	-
dic.	108,1	-0,8	-0,6	-0,3	-1,7	0,6	0,8	0,7	0,9	-1,9	-	-	-
2014 gen.	107,8	-1,4	-0,9	-0,4	-1,7	0,5	0,7	0,9	0,6	-3,6	-	-	-
feb.	107,6	-1,7	-1,3	-0,5	-1,8	0,4	0,6	0,9	0,6	-4,4	-	-	-

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

in perc. del totale	Prezzo del petrolio ⁴⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL ¹⁾							
		Ponderati in base alle importazioni ⁵⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁶⁾			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ⁷⁾	Importazioni ⁷⁾
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,4	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,6	5,8
2012	86,6	0,5	1,1	0,3	2,6	6,4	-0,3	110,9	1,3	1,6	2,0	1,0	1,1	1,6	2,4
2013	81,7	-8,2	-10,5	-7,0	-7,3	-7,3	-7,3	112,5	1,4	1,1	1,3	1,1	0,3	-0,3	-1,2
2013 1° trim.	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	112,1	1,6	1,4	1,4	1,6	0,5	0,3	-0,2
2° trim.	79,0	-5,2	-4,1	-5,8	-4,3	-2,1	-6,2	112,5	1,6	1,2	1,3	0,9	0,2	0,0	-1,1
3° trim.	82,5	-12,7	-18,7	-9,4	-12,0	-14,4	-10,0	112,6	1,4	1,1	1,4	0,9	0,2	-0,7	-1,6
4° trim.	80,3	-11,8	-15,8	-9,7	-11,1	-11,8	-10,5	112,7	1,1	0,7	1,0	0,9	0,3	-0,9	-1,9
2014 1° trim.	78,6	-8,4	-7,0	-9,1	-7,5	-3,9	-10,3	-	-	-	-	-	-	-	-
2013 ott.	80,0	-12,2	-17,3	-9,6	-10,9	-12,0	-9,9	-	-	-	-	-	-	-	-
nov.	80,0	-11,7	-16,5	-9,2	-11,3	-12,9	-9,9	-	-	-	-	-	-	-	-
dic.	80,8	-11,4	-13,5	-10,4	-11,2	-10,6	-11,7	-	-	-	-	-	-	-	-
2014 gen.	78,8	-9,3	-11,4	-8,3	-8,9	-8,2	-9,5	-	-	-	-	-	-	-	-
feb.	79,4	-7,8	-6,1	-8,6	-7,2	-3,6	-10,0	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	77,8	-8,2	-3,5	-10,5	-6,3	0,3	-11,6	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonne 8-15 nella tavola 3 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Reuters (colonna 1 nella tavola 3 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati IPD e fonti nazionali (colonna 13 nella tavola 2 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 2-7 nella tavola 3 della sezione 5.1).

1) I dati si riferiscono agli Euro 18.

2) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.

3) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

4) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).

5) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-2006.

6) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati sulla base della domanda interna (prodotto interno al lordo delle importazioni e al netto delle esportazioni) dell'area dell'euro nel periodo 2004-06. Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

7) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (indice 2008 = 100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione,	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. pubblica, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto ²⁾												
2012	112,7	1,9	4,1	2,6	2,6	1,9	3,4	1,2	0,7	2,6	0,6	2,2
2013	114,0	1,2	0,9	1,8	1,0	0,7	2,1	1,4	-1,2	1,0	1,1	1,4
2013 1° trim.	114,0	1,8	2,8	2,7	0,7	1,9	2,5	0,1	-1,6	2,3	1,2	1,9
2° trim.	113,9	1,2	1,5	2,1	1,1	1,2	1,7	1,2	-1,3	1,2	0,8	1,5
3° trim.	114,2	1,2	1,3	2,7	2,2	0,2	2,7	1,4	-0,9	0,5	1,0	1,0
4° trim.	114,0	0,6	-1,7	-0,6	-0,2	-0,6	1,3	3,0	-1,0	0,2	1,8	1,0
Redditi per occupato												
2012	116,6	1,9	1,1	2,5	3,1	1,9	2,5	1,1	1,7	2,5	1,1	1,6
2013	118,5	1,6	2,2	2,5	1,6	1,0	1,1	1,4	1,2	1,7	1,6	1,0
2013 1° trim.	118,1	1,7	3,1	2,5	1,1	1,2	1,4	1,7	1,2	2,1	1,8	0,8
2° trim.	118,5	1,7	2,1	2,6	2,1	1,3	1,2	1,1	2,4	2,2	1,3	1,1
3° trim.	119,0	1,8	3,0	3,2	2,9	1,1	1,2	1,1	0,8	1,6	1,5	1,1
4° trim.	119,0	1,5	1,0	2,1	1,4	0,6	0,6	1,9	0,7	1,2	2,2	1,3
Produttività del lavoro per occupato ³⁾												
2012	103,5	0,0	-2,9	-0,2	0,5	0,0	-0,9	-0,1	1,0	-0,1	0,5	-0,5
2013	103,9	0,4	1,3	0,7	0,6	0,3	-1,0	0,0	2,4	0,7	0,5	-0,4
2013 1° trim.	103,7	0,0	0,3	-0,2	0,4	-0,7	-1,1	1,6	2,8	-0,2	0,6	-1,1
2° trim.	104,0	0,5	0,6	0,5	1,0	0,1	-0,4	-0,1	3,8	1,0	0,5	-0,4
3° trim.	104,2	0,6	1,6	0,6	0,7	0,8	-1,5	-0,4	1,7	1,1	0,5	0,0
4° trim.	104,3	0,9	2,7	2,6	1,6	1,2	-0,7	-1,1	1,6	1,0	0,3	0,3
Redditi per ora lavorata												
2012	119,3	2,6	2,9	3,6	4,9	2,6	3,1	1,6	1,9	2,6	1,2	2,6
2013	121,6	1,9	2,0	2,2	2,3	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	1,9	1,3
2013 1° trim.	121,9	3,1	4,5	4,3	4,2	2,3	2,1	2,7	1,6	2,7	2,6	2,6
2° trim.	121,5	1,6	1,9	1,6	1,8	1,6	0,9	1,2	2,4	2,3	1,3	1,2
3° trim.	122,0	1,8	2,1	2,2	2,5	1,4	1,8	1,2	2,2	2,1	1,7	1,3
4° trim.	122,0	1,3	0,0	1,0	1,3	0,7	0,7	1,6	1,0	1,5	2,1	0,8
Produttività per ora lavorata ³⁾												
2012	106,5	0,8	-1,9	0,9	2,0	0,8	-0,2	0,3	1,8	0,2	0,7	0,3
2013	107,2	0,7	0,7	0,5	1,1	0,7	-0,7	0,1	3,0	1,0	0,7	0,0
2013 1° trim.	107,5	1,2	-0,1	1,6	3,0	0,3	-0,4	2,7	3,7	0,7	1,4	0,8
2° trim.	107,2	0,3	-0,4	-0,4	0,3	0,4	-0,7	-0,2	3,9	0,9	0,4	-0,3
3° trim.	107,3	0,7	0,9	-0,3	0,3	1,3	-0,8	-0,2	2,6	1,4	0,7	0,2
4° trim.	107,6	0,8	2,3	1,6	1,4	1,1	-0,9	-1,4	1,9	1,3	0,3	0,0

5. Indicatori del costo del lavoro ⁴⁾

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁵⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	8
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	108,6	1,8	1,9	1,7	2,4	2,3	2,1	2,2
2013	110,2	1,4	1,7	0,6	2,1	0,6	1,1	1,8
2013 1° trim.	102,7	2,0	2,2	1,7	3,3	1,6	1,6	1,9
2° trim.	114,1	1,2	1,5	0,3	1,8	0,7	1,0	1,7
3° trim.	107,2	1,1	1,3	0,5	1,6	-0,1	1,0	1,7
4° trim.	116,6	1,4	1,9	0,0	1,7	0,3	0,9	1,7

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (tavola 4 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 5 della sezione 5.1).

- 1) I dati si riferiscono agli Euro 18.
- 2) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e la produttività del lavoro per occupato.
- 3) PIL totale e valore aggiunto per branca di attività economica (volumi) per input di lavoro (in termini di occupati o di ore lavorate).
- 4) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, silvicoltura e pesca. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.
- 5) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

1. PIL e componenti della domanda ¹⁾

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale ²⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ³⁾	Totale	Esportazioni ²⁾	Importazioni ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>									
2010	9.185,7	9.064,9	5.282,7	2.019,8	1.741,3	21,1	120,8	3.793,9	3.673,1
2011	9.444,0	9.315,1	5.427,3	2.032,7	1.796,7	58,4	128,8	4.186,7	4.057,9
2012	9.505,2	9.259,2	5.464,1	2.041,7	1.744,9	8,4	246,0	4.362,7	4.116,7
2013	9.600,5	9.259,3	5.494,3	2.065,1	1.695,9	4,1	341,1	4.405,9	4.064,8
2012 4° trim.	2.376,6	2.303,5	1.365,4	509,8	430,1	-1,8	73,1	1.096,6	1.023,4
2013 1° trim.	2.385,2	2.308,9	1.367,7	515,5	421,9	3,9	76,3	1.083,5	1.007,2
2° trim.	2.400,6	2.310,6	1.371,0	515,6	421,9	2,2	89,9	1.106,5	1.016,5
3° trim.	2.405,8	2.324,0	1.376,9	518,4	425,1	3,7	81,8	1.104,4	1.022,7
4° trim.	2.414,4	2.319,9	1.379,9	515,8	430,9	-6,7	94,5	1.117,5	1.023,1
<i>in percentuale del PIL</i>									
2013	100,0	96,4	57,2	21,5	17,7	0,0	3,6	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2012 4° trim.	-0,5	-0,7	-0,6	0,0	-1,4	-	-	-0,6	-0,9
2013 1° trim.	-0,2	-0,3	-0,2	0,2	-1,7	-	-	-0,9	-1,2
2° trim.	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,1	-	-	2,4	1,7
3° trim.	0,1	0,5	0,1	0,4	0,5	-	-	0,1	0,9
4° trim.	0,2	-0,2	0,1	-0,3	1,0	-	-	1,3	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2010	1,9	1,2	1,0	0,6	-0,4	-	-	11,6	10,0
2011	1,6	0,7	0,3	-0,1	1,6	-	-	6,5	4,5
2012	-0,7	-2,2	-1,3	-0,6	-4,0	-	-	2,5	-0,9
2013	-0,4	-1,1	-0,7	0,1	-3,1	-	-	1,3	-0,1
2012 4° trim.	-1,0	-2,3	-1,5	-0,8	-4,8	-	-	1,9	-0,8
2013 1° trim.	-1,1	-2,1	-1,4	-0,3	-5,5	-	-	0,1	-2,1
2° trim.	-0,6	-1,4	-0,8	-0,1	-3,6	-	-	1,6	-0,2
3° trim.	-0,3	-0,5	-0,6	0,5	-2,5	-	-	0,9	0,4
4° trim.	0,5	0,0	0,1	0,3	-0,1	-	-	2,8	1,9
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2012 4° trim.	-0,5	-0,7	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,1	-	-
2013 1° trim.	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,1	0,1	-	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,4	-	-
3° trim.	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1	0,3	-0,4	-	-
4° trim.	0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,2	-0,3	0,4	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2010	1,9	1,2	0,6	0,1	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,6	0,7	0,2	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
2012	-0,7	-2,2	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,5	-	-
2013	-0,4	-1,1	-0,4	0,0	-0,6	-0,1	0,6	-	-
2012 4° trim.	-1,0	-2,2	-0,9	-0,2	-0,9	-0,3	1,2	-	-
2013 1° trim.	-1,1	-2,1	-0,8	-0,1	-1,0	-0,2	1,0	-	-
2° trim.	-0,6	-1,4	-0,5	0,0	-0,7	-0,2	0,8	-	-
3° trim.	-0,3	-0,5	-0,3	0,1	-0,5	0,2	0,2	-	-
4° trim.	0,5	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,5	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 18.

2) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nella sezione 3.1, nella tavola 1 della sezione 7.1, nella tavola 3 della sezione 7.2 oppure nelle tavole 1 o 3 della sezione 7.5.

3) Includo le acquisizioni nette di oggetti di valore.

5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

2. Valore aggiunto per branca di attività economica ¹⁾

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto e di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministraz. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2010	8.242,3	137,1	1.581,8	499,2	1.552,3	370,8	438,7	919,2	827,5	1.615,0	300,6	943,4
2011	8.468,1	142,0	1.643,3	502,0	1.593,2	374,5	440,1	965,5	859,6	1.639,7	308,1	975,9
2012	8.525,3	144,6	1.643,8	492,1	1.606,2	370,0	433,8	982,2	877,3	1.661,6	313,6	979,9
2013	8.611,8	144,7	1.661,5	478,8	1.623,0	358,2	438,5	1.004,1	895,3	1.687,8	319,9	988,7
2012 4° trim.	2.132,4	36,6	410,5	121,2	403,0	91,5	107,9	248,1	220,3	414,5	78,9	244,2
2013 1° trim.	2.140,0	36,2	412,1	120,3	402,2	90,4	109,1	248,7	220,9	421,0	79,1	245,2
2° trim.	2.150,5	36,5	415,7	119,0	405,0	90,1	110,0	250,1	223,4	421,2	79,7	250,1
3° trim.	2.158,1	35,8	416,8	119,4	407,7	89,0	109,3	251,9	225,2	422,4	80,5	247,7
4° trim.	2.168,6	36,3	419,9	120,7	409,0	88,9	110,2	253,4	226,1	423,3	80,9	245,8
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2013	100,0	1,7	19,3	5,6	18,8	4,2	5,1	11,7	10,4	19,6	3,7	-
<i> Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2012 4° trim.	-0,5	-0,3	-1,8	-1,8	-0,8	0,9	0,5	-0,3	0,3	0,0	0,0	-0,7
2013 1° trim.	-0,2	0,8	0,0	-1,1	-0,2	-0,2	-1,1	-0,2	0,4	-0,3	-0,3	-0,2
2° trim.	0,3	0,1	0,6	-0,9	0,7	0,2	-1,1	0,3	0,8	0,1	0,0	0,6
3° trim.	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	-0,5	0,5	0,3	0,3	0,2	-0,2	-0,2
4° trim.	0,3	1,1	0,6	0,4	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2010	2,0	-3,0	9,5	-5,8	0,7	1,8	0,2	-0,1	2,3	1,3	0,3	1,4
2011	1,8	0,3	3,0	-1,6	1,7	3,9	1,5	2,1	2,4	1,1	0,3	0,1
2012	-0,5	-4,7	-1,1	-4,2	-0,8	0,3	-0,5	0,6	0,6	0,2	0,1	-1,7
2013	-0,3	-0,3	-0,7	-3,9	-0,6	-0,7	-0,8	0,7	1,0	0,2	-0,6	-1,1
2012 4° trim.	-0,9	-6,5	-1,4	-5,3	-1,6	-1,0	0,8	0,6	0,0	0,2	-0,5	-1,9
2013 1° trim.	-1,0	-2,6	-1,7	-5,1	-1,9	-0,8	0,4	0,6	0,0	0,1	-1,0	-2,5
2° trim.	-0,5	-0,9	-1,0	-4,8	-0,9	-0,4	-1,3	0,7	1,2	0,1	-0,4	-0,9
3° trim.	-0,2	0,5	-1,0	-3,6	-0,1	-1,0	-0,8	0,8	1,2	0,3	-0,4	-0,6
4° trim.	0,6	1,9	1,4	-1,5	1,0	-0,4	-1,4	0,5	1,7	0,4	-0,5	-0,5
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2012 4° trim.	-0,5	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2013 1° trim.	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2010	2,0	0,0	1,7	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	-
2011	1,8	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2012 4° trim.	-0,9	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2013 1° trim.	-1,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
4° trim.	0,6	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 18.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

in perc. del totale nel 2010	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni		
	1	2	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	11	12
				3	4	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
									5	6	7				8	9	10
	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6		
2011	2,2	103,5	3,4	4,7	4,8	4,1	8,5	1,0	0,7	1,0	-4,5	-2,4		
2012	-3,1	100,9	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,1	-2,4	-4,9	-2,1	-0,4	-5,4		
2013	-1,1	100,2	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0	-0,5	-0,5	-3,5	-0,1	-1,1	-2,9		
2013 1° trim.	-2,8	99,6	-2,2	-2,6	-2,8	-3,6	-3,4	-0,8	-4,5	-0,4	0,0	-5,9		
2° trim.	-1,5	100,3	-1,0	-0,9	-1,0	-2,0	-0,1	-0,7	-3,9	-0,2	-1,2	-3,7		
3° trim.	-1,1	100,2	-1,1	-1,1	-0,9	-0,7	-1,3	-0,9	-3,5	-0,6	-2,0	-1,1		
4° trim.	0,9	100,7	1,5	1,9	2,0	2,6	2,5	0,3	-2,2	0,7	-1,6	-1,3		
2013 set.	-0,1	100,4	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,6	-2,5	1,1	-0,7	-0,7		
ott.	0,0	99,7	0,4	0,9	1,0	1,5	1,5	-0,5	-4,8	0,2	-3,1	-2,3		
nov.	2,0	101,3	2,8	3,1	3,2	3,2	4,3	1,4	-0,4	1,9	0,1	-1,6		
dic.	1,1	101,0	1,2	1,7	1,9	3,4	1,7	-0,2	-1,2	0,1	-1,8	-0,1		
2014 gen.	3,5	100,8	2,1	3,5	3,6	3,7	5,8	1,5	1,2	1,4	-4,6	8,8		
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2013 set.	-0,5	-	-0,2	-0,3	-0,6	-0,3	-0,8	0,1	-1,5	0,1	1,5	-0,3		
ott.	-0,6	-	-0,7	-0,4	-0,3	0,4	-1,0	-0,4	-1,8	0,2	-3,2	-1,0		
nov.	1,4	-	1,6	1,5	1,5	0,8	2,8	0,6	1,9	0,4	2,4	-0,1		
dic.	0,0	-	-0,4	0,0	-0,1	0,4	-0,8	0,1	0,8	0,0	-2,5	1,3		
2014 gen.	0,3	-	-0,2	0,3	0,2	-0,1	0,9	0,2	-0,6	0,4	-2,5	1,5		

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

in perc. del totale nel 2010	Indicatore dei nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio (incluso il carburante per autoveicoli)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti						Carburante	Totale (migliaia dest.) ²⁾	Totale
	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari					
									Tessili, vestiario, calzature ³⁾	Elettrodomestici ³⁾				
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,2	12,0	9,1			
2011	108,6	8,6	109,3	9,2	1,7	99,3	-0,8	-1,1	-0,3	-1,4	-0,3	-3,3	840	-0,9
2012	104,4	-3,8	108,8	-0,4	0,5	97,6	-1,7	-1,3	-1,6	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,1
2013	104,1	-0,3	107,2	-1,5	-0,4	96,8	-0,8	-1,0	-0,5	-1,3	-2,6	-1,1	713	-4,4
2013 1° trim.	102,4	-2,7	106,9	-2,6	-1,3	96,5	-2,2	-1,5	-2,4	-5,7	-4,3	-3,6	690	-11,2
2° trim.	103,3	-1,7	106,8	-2,0	-0,3	96,8	-1,0	-1,7	-0,4	0,0	-2,8	-0,7	709	-7,2
3° trim.	105,1	1,1	107,4	-1,5	-0,1	97,2	-0,5	-0,6	-0,3	-0,4	-2,5	-0,2	708	-2,2
4° trim.	105,5	2,2	107,6	0,2	0,1	96,6	0,2	-0,3	0,8	0,6	-1,0	-0,1	745	5,3
2013 ott.	104,1	0,2	106,6	-1,2	-0,5	96,4	-0,4	-0,2	-0,5	-1,7	-1,5	0,2	725	4,2
nov.	105,7	2,9	108,2	1,4	1,3	97,4	1,5	1,0	2,6	4,8	0,1	-0,1	736	4,8
dic.	106,7	3,6	108,0	0,3	-0,5	96,1	-0,4	-1,5	0,5	-0,5	-1,6	-0,5	774	6,9
2014 gen.	107,2	5,4	109,5	3,4	1,1	97,6	1,3	-0,4	2,5	.	.	2,9	711	5,5
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	736	6,0
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2013 ott.	-	-2,1	-	-0,7	-0,4	-	-0,4	0,2	-0,8	-1,7	-0,8	-0,5	-	2,3
nov.	-	1,6	-	1,5	1,1	-	1,1	0,6	1,4	3,5	0,7	1,1	-	1,4
dic.	-	0,9	-	-0,2	-1,4	-	-1,3	-1,6	-1,1	-2,6	-1,5	-0,4	-	5,2
2014 gen.	-	0,6	-	1,3	1,5	-	1,6	1,1	1,9	.	.	1,5	-	-8,1
feb.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	.	-	3,5

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 1 e 2 nella tavola 4 (che riportano elaborazioni sperimentali della BCE basate su dati nazionali) e le colonne 13 e 14 nella tavola 4 (che riportano elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Per ulteriori dettagli, cfr. de Bondt, G.J., Dieden, H.C., Muzikarova, S. e Vincez, I., "Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders", *Occasional Paper Series*, n. 149, BCE Francoforte sul Meno, giugno 2013.

2) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili nel periodo considerato.

3) I dati si riferiscono agli Euro 18.

5.2 Produzione e domanda

(saldi percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	101,4	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-8,0
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	-3,9	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,1	34,4	-11,2
2013 1° trim.	90,5	-12,2	-29,6	5,4	-1,6	77,5	-23,5	-11,3	-27,2	42,3	-13,1
2° trim.	90,2	-12,7	-30,9	6,2	-0,9	77,9	-20,8	-10,1	-24,8	35,7	-12,6
3° trim.	95,3	-8,3	-24,9	4,6	4,4	78,4	-15,9	-7,9	-16,7	29,6	-9,2
4° trim.	99,1	-4,1	-18,6	2,8	9,1	79,2	-14,4	-6,3	-11,6	29,8	-9,8
2014 1° trim.	101,5	-3,5	-16,6	2,8	8,7	.	-11,2	-4,6	-7,0	23,8	-9,6
2013 ott.	98,1	-5,0	-21,2	3,3	9,4	78,4	-14,4	-7,1	-11,7	29,2	-9,5
nov.	98,8	-3,9	-17,9	3,5	9,7	-	-15,3	-6,0	-13,4	31,3	-10,4
dic.	100,4	-3,4	-16,7	1,7	8,3	-	-13,5	-5,7	-9,8	29,0	-9,5
2014 gen.	101,0	-3,8	-16,7	3,0	8,2	80,0	-11,7	-4,9	-7,6	24,6	-9,5
feb.	101,2	-3,5	-16,3	2,4	8,3	-	-12,7	-4,8	-8,7	26,3	-11,0
mar.	102,4	-3,3	-16,7	2,9	9,7	-	-9,3	-4,0	-4,6	20,4	-8,2

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
2010	-28,5	-39,3	-17,6	-4,0	-6,5	7,2	1,6	3,9	1,4	3,0	7,3
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,3	-5,4	11,2	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,4	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,9	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2
2013 1° trim.	-28,7	-36,8	-20,7	-16,1	-24,0	10,8	-13,5	-7,7	-12,6	-8,9	-1,8
2° trim.	-31,5	-38,5	-24,3	-16,5	-24,5	11,2	-13,9	-9,9	-14,5	-13,3	-1,9
3° trim.	-31,0	-39,7	-22,3	-10,4	-16,4	8,7	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8
4° trim.	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,5	-1,3	-4,2	-3,4	3,6
2014 1° trim.	-29,0	-39,6	-18,5	-3,0	-5,6	5,6	2,1	3,3	1,0	2,1	6,7
2013 ott.	-29,1	-38,9	-19,2	-7,7	-11,2	5,6	-6,5	-3,6	-6,6	-6,9	2,7
nov.	-30,4	-39,5	-21,3	-7,7	-11,2	7,8	-4,2	-0,8	-4,0	-2,8	4,4
dic.	-26,4	-34,8	-18,0	-5,0	-9,1	6,4	0,3	0,4	-2,1	-0,4	3,6
2014 gen.	-29,8	-41,3	-18,4	-3,4	-8,1	5,9	3,7	2,4	-0,6	-0,2	8,0
feb.	-28,5	-37,5	-19,5	-3,0	-4,3	6,0	1,3	3,3	0,5	2,4	7,0
mar.	-28,8	-40,0	-17,5	-2,6	-4,5	4,9	1,4	4,2	3,2	4,2	5,2

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata a partire dal 1990.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dalle medie trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ^{1), 2)}

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

1. Occupazione

	Per status occupazionale			Per settore di attività									
	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Ammin. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2013	145.835	124.672	21.163	4.965	22.786	9.116	35.874	4.079	4.044	1.280	18.389	34.475	10.827
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2013	100,0	85,5	14,5	3,4	15,6	6,3	24,6	2,8	2,8	0,9	12,6	23,6	7,4
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2011	0,3	0,4	-0,2	-2,0	0,1	-3,7	0,7	1,3	-0,4	0,6	2,5	0,3	0,1
2012	-0,6	-0,7	-0,1	-1,9	-0,9	-4,7	-0,8	1,2	-0,4	-0,4	0,7	-0,3	0,6
2013	-0,8	-0,8	-0,8	-1,6	-1,4	-4,5	-0,8	0,3	-0,8	-1,7	0,3	-0,3	-0,2
2013 1° trim.	-1,1	-1,1	-1,3	-2,9	-1,5	-5,5	-1,3	0,3	-1,1	-2,1	0,3	-0,5	0,1
2° trim.	-1,0	-1,1	-0,8	-1,5	-1,4	-5,7	-1,0	0,0	-1,2	-3,0	0,2	-0,4	0,1
3° trim.	-0,9	-0,9	-0,7	-1,1	-1,6	-4,3	-0,9	0,4	-0,4	-0,9	0,1	-0,2	-0,4
4° trim.	-0,5	-0,4	-0,7	-0,8	-1,2	-3,0	-0,3	0,3	-0,3	-1,1	0,7	0,0	-0,8
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2013 1° trim.	-0,5	-0,5	-0,6	-1,3	-0,4	-1,4	-0,5	-0,4	-0,1	-1,0	-0,6	-0,3	-0,4
2° trim.	0,0	-0,1	0,1	1,6	-0,4	-1,0	0,1	0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,1	0,1
3° trim.	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,7	0,7	0,1	-0,1
4° trim.	0,1	0,1	0,0	-0,5	-0,1	-0,4	0,2	0,5	0,0	-0,9	0,2	0,3	-0,4
Ore lavorate													
<i>livelli (milioni)</i>													
2013	228.788	184.181	44.606	9.972	35.887	15.806	59.436	6.528	6.370	1.962	28.574	49.089	15.164
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2013	100,0	80,5	19,5	4,4	15,7	6,9	26,0	2,9	2,8	0,9	12,5	21,5	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2011	0,3	0,5	-0,7	-3,0	0,8	-3,8	0,4	1,4	-0,2	1,3	2,7	0,5	0,1
2012	-1,4	-1,4	-1,3	-2,9	-2,0	-6,1	-1,6	0,6	-0,9	-1,2	0,5	-0,5	-0,1
2013	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,2	-4,9	-1,3	0,0	-0,9	-2,3	0,0	-0,5	-0,6
2013 1° trim.	-2,3	-2,4	-2,2	-2,5	-3,3	-7,8	-2,2	-0,4	-2,2	-3,0	-0,6	-1,3	-1,7
2° trim.	-0,9	-1,0	-0,6	-0,5	-0,6	-5,2	-1,3	0,3	-1,1	-3,0	0,3	-0,3	-0,1
3° trim.	-1,0	-0,9	-1,2	-0,4	-0,7	-3,9	-1,4	-0,3	-0,6	-1,8	-0,3	-0,4	-0,6
4° trim.	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-2,8	-0,2	0,4	0,0	-1,3	0,4	0,1	-0,5
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2013 1° trim.	-0,9	-0,9	-0,9	-0,2	-1,0	-2,1	-0,8	-0,2	-0,2	-0,6	-0,9	-1,0	-0,6
2° trim.	0,6	0,6	0,8	0,8	1,2	0,5	0,6	0,5	0,3	0,4	0,7	0,4	0,5
3° trim.	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,1	-0,6	0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,6	0,1	0,0
4° trim.	0,0	0,1	-0,4	-0,6	-0,3	-0,7	0,0	0,6	-0,1	-0,7	0,0	0,6	-0,4
Ore lavorate per persona occupata													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2013	1.569	1.477	2.108	2.008	1.575	1.734	1.657	1.600	1.575	1.533	1.554	1.424	1.401
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2011	0,0	0,2	-0,5	-1,0	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,8	0,2	0,2	0,0
2012	-0,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,7	-0,4	-0,8	-0,3	-0,2	-0,8
2013	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	0,2	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,4
2013 1° trim.	-1,2	-1,3	-0,9	0,4	-1,8	-2,5	-0,9	-0,7	-1,1	-0,9	-0,9	-0,8	-1,8
2° trim.	0,1	0,1	0,2	1,0	0,8	0,6	-0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2
3° trim.	-0,1	0,0	-0,5	0,7	0,9	0,4	-0,5	-0,7	-0,2	-0,9	-0,4	-0,2	-0,1
4° trim.	0,2	0,2	0,3	0,4	1,0	0,2	0,1	0,2	0,3	-0,3	-0,3	0,1	0,3
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2013 1° trim.	-0,4	-0,5	-0,2	1,1	-0,7	-0,7	-0,3	0,2	-0,2	0,4	-0,3	-0,7	-0,2
2° trim.	0,7	0,7	0,7	-0,8	1,6	1,5	0,5	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5	0,4
3° trim.	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,2	-0,4	0,0	-1,2	-0,1	-0,1	0,1
4° trim.	-0,1	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,3	0,0

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

1) I dati relativi all'occupazione si basano sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono agli Euro 18.

5.3 Mercato del lavoro

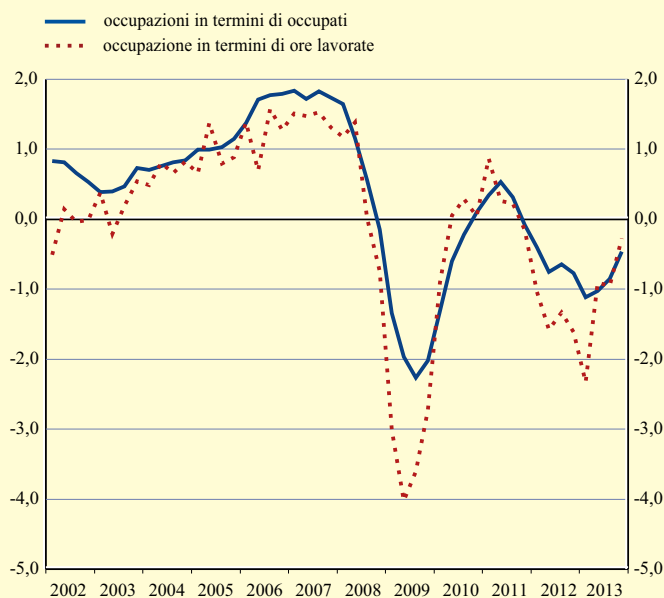
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

2. Disoccupazione e posti vacanti¹⁾

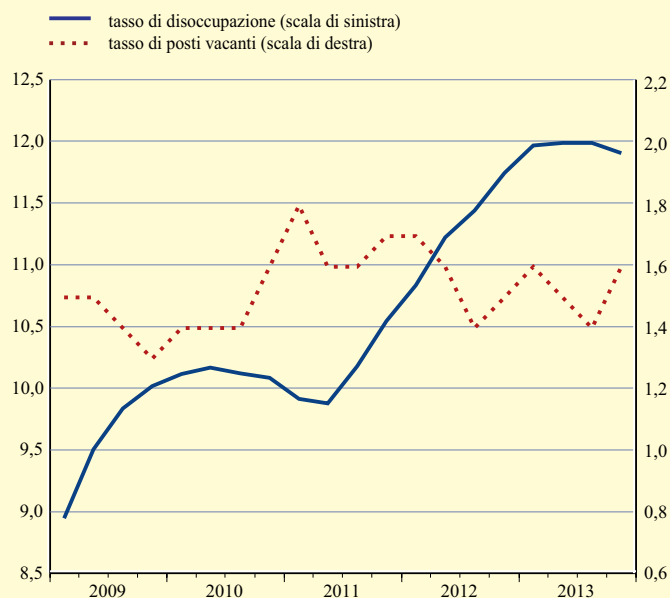
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ^{2),3)} in perc. del totale dei posti di lavoro
	Totale		Per età ⁴⁾				Per genere ⁵⁾				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,4		20,6		54,2		45,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	16,006	10,1	12,705	8,9	3,301	20,9	8,678	10,0	7,328	10,3	1,5
2011	16,067	10,1	12,841	9,0	3,226	20,9	8,595	9,9	7,471	10,4	1,7
2012	18,070	11,3	14,573	10,1	3,497	23,1	9,731	11,2	8,340	11,5	1,6
2013	19,123	12,0	15,590	10,7	3,533	23,8	10,297	11,9	8,826	12,1	1,5
2012 4° trim.	18,793	11,7	15,203	10,5	3,590	23,8	10,127	11,6	8,666	11,9	1,5
2013 1° trim.	19,123	12,0	15,526	10,7	3,598	24,0	10,316	11,9	8,807	12,1	1,6
2° trim.	19,169	12,0	15,626	10,8	3,544	23,8	10,323	11,9	8,847	12,1	1,5
3° trim.	19,173	12,0	15,648	10,8	3,524	23,9	10,360	11,9	8,812	12,0	1,4
4° trim.	19,028	11,9	15,562	10,7	3,467	23,7	10,189	11,8	8,839	12,1	1,6
2013 set.	19,192	12,0	15,666	10,8	3,526	24,0	10,344	11,9	8,848	12,1	-
ott.	19,059	11,9	15,573	10,7	3,486	23,7	10,216	11,8	8,843	12,1	-
nov.	19,065	11,9	15,596	10,7	3,469	23,7	10,209	11,8	8,856	12,1	-
dic.	18,961	11,9	15,516	10,7	3,445	23,5	10,142	11,7	8,819	12,0	-
2014 gen.	19,000	11,9	15,547	10,7	3,453	23,6	10,165	11,7	8,835	12,1	-
feb.	18,965	11,9	15,550	10,7	3,415	23,5	10,178	11,8	8,787	12,0	-

F28 Occupazione: occupati e ore lavorate²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F29 Tasso²⁾ di disoccupazione e tasso²⁾ di posti vacanti³⁾



Fonte: Eurostat.

- 1) I dati di disoccupazione si riferiscono a persone e sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) I dati si riferiscono agli Euro 18.
- 3) Industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali); dati non destagionalizzati.
- 4) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.
- 5) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.



FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette		Imposte indirette		Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale			
		Famiglie	Imprese	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,8
2006	45,3	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,3	0,3	41,3
2007	45,3	45,1	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,9	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,2	0,3	40,9
2009	44,9	44,6	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,6
2010	44,8	44,6	11,6	8,9	2,5	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,5
2011	45,4	45,0	11,9	9,1	2,7	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,9
2012	46,2	46,0	12,4	9,6	2,7	13,3	0,3	15,9	8,3	4,7	2,6	0,2	0,3	41,8

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie ³⁾	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
											A carico delle istituzioni dell'UE			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,0
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,3	47,0	11,1	5,7	2,9	27,4	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,9	5,7	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,6	1,9	0,0	48,2
2011	49,5	46,0	10,6	5,5	3,0	26,8	23,9	1,7	0,4	3,5	2,3	1,2	0,0	46,5
2012	49,9	46,2	10,5	5,5	3,1	27,1	24,3	1,6	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,8

3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo primario (+)	Consumi pubblici ⁴⁾							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,3	8,0	12,5
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,3	1,9	2,3	7,9	12,5
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,3	7,7	12,3
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,6	10,3	5,2	5,4	1,9	2,3	8,0	12,7
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,4	11,1	5,7	5,9	2,1	2,5	8,6	13,8
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,1	10,9	5,7	5,9	2,1	2,6	8,4	13,6
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,6	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,4
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6	21,6	10,5	5,5	5,9	2,1	2,6	8,2	13,4

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) ⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
2009	-5,6	-3,1	-2,0	-13,7	-15,7	-11,1	-7,5	-5,5	-6,1	-9,8	-0,7	-3,7	-5,6	-4,1	-10,2	-6,3	-8,0	-2,5
2010	-3,7	-4,2	0,2	-30,6	-10,7	-9,6	-7,1	-4,5	-5,3	-8,1	-0,8	-3,5	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-0,8	1,1	-13,1	-9,5	-9,6	-5,3	-3,8	-6,3	-3,6	0,1	-2,8	-4,3	-2,5	-4,3	-6,3	-5,1	-0,7
2012	-4,0	0,1	-0,2	-8,2	-9,0	-10,6	-4,8	-3,0	-6,4	-1,3	-0,6	-3,3	-4,1	-2,5	-6,4	-3,8	-4,5	-1,8

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

- 1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.
- 3) Spese totali meno spese per interessi.
- 4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 5) Sono inclusi i regolamenti collegati agli accordi sui tassi swap e a termine.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori ³⁾
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri settori	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	20,5	11,3	8,4	29,1
2004	69,7	2,2	12,2	4,8	50,5	38,7	19,7	11,2	7,9	30,9
2005	70,5	2,4	12,3	4,5	51,3	37,0	19,0	11,3	6,8	33,5
2006	68,7	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	19,1	9,3	6,5	33,7
2007	66,4	2,2	11,3	3,9	48,9	32,7	17,8	8,6	6,3	33,6
2008	70,2	2,3	11,6	6,5	49,8	33,2	18,4	7,9	6,9	37,0
2009	80,0	2,5	12,7	8,3	56,5	37,4	21,4	9,2	6,8	42,6
2010	85,4	2,4	15,4	7,3	60,3	40,5	24,4	10,6	5,6	44,9
2011	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	42,7	24,5	11,4	6,8	44,6
2012	90,6	2,6	17,3	6,8	64,0	45,6	26,5	12,6	6,5	45,1

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
2003	69,2	56,7	6,5	5,1	1,0	7,9	61,4	5,0	14,9	26,1	28,3	68,4	0,9
2004	69,7	56,7	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,7	1,0
2005	70,5	57,2	6,7	5,2	1,4	7,8	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,7	55,4	6,5	5,3	1,4	7,3	61,4	4,3	14,3	24,2	30,1	68,0	0,7
2007	66,4	53,5	6,3	5,3	1,4	7,1	59,2	4,2	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5
2008	70,2	56,9	6,7	5,3	1,3	10,0	60,2	4,9	17,7	23,5	29,1	69,2	1,0
2009	80,0	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	68,0	5,0	19,5	27,3	33,2	78,8	1,2
2010	85,4	69,3	8,4	5,9	1,9	13,0	72,4	5,1	21,2	29,3	34,9	84,2	1,2
2011	87,3	70,7	8,5	5,9	2,2	12,6	74,7	6,1	20,8	30,4	36,1	85,6	1,7
2012	90,6	73,6	8,8	6,0	2,3	11,7	78,9	7,3	20,0	32,2	38,4	88,7	2,0

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
2009	95,7	74,5	7,1	64,4	129,7	54,0	79,2	116,4	58,5	36,9	15,5	66,5	60,8	69,2	83,7	35,2	35,6	43,5
2010	95,7	82,5	6,7	91,2	148,3	61,7	82,4	119,3	61,3	44,4	19,5	66,8	63,4	72,3	94,0	38,7	41,0	48,7
2011	98,0	80,0	6,1	104,1	170,3	70,5	85,8	120,7	71,5	41,9	18,7	69,5	65,7	72,8	108,2	47,1	43,4	49,2
2012	99,8	81,0	9,8	117,4	156,9	86,0	90,2	127,0	86,6	40,6	21,7	71,3	71,3	74,0	124,1	54,4	52,4	53,6

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.

6.3 Variazione del debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁶⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁵⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	0,0	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	0,0	0,5	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,3	1,0	-0,5	4,1
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	1,0	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,1	3,6	1,6	3,4
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,3	0,8	1,1	0,9
2012	3,9	5,3	-1,4	0,0	0,2	2,0	-0,5	2,2	3,1	2,1	1,2	0,7

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito ⁷⁾											Altro ⁸⁾	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ⁹⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	3,2	-2,9	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,5	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,1	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,3	-6,4	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,0	0,5	1,0	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2
2012	3,9	-3,7	0,2	1,3	0,2	0,5	0,0	0,6	-0,2	0,3	-1,4	0,0	0,0	0,3

Fonte: BCE.

- 1) Dati parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t). I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 6) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 8) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 9) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾
(in percentuale del PIL.)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale 1	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾ 10
		Imposte dirette 2	Imposte indirette 3	Contributi sociali 4	Vendite di beni e servizi 5	Redditi da capitale 6	Imposte in conto capitale 7	8	9	
2007 3° trim.	43,7	43,2	12,3	12,4	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,7
4° trim.	49,1	48,6	14,7	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,5
2008 1° trim.	42,5	42,2	10,9	12,4	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,3
2° trim.	45,3	44,9	12,9	12,3	15,1	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
3° trim.	43,4	43,0	12,1	12,1	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
4° trim.	48,7	48,2	13,9	13,3	16,4	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 1° trim.	42,6	42,5	10,5	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,4
2° trim.	45,3	44,8	11,9	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
3° trim.	42,9	42,5	10,9	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,8
4° trim.	48,5	47,7	12,9	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,4
2010 1° trim.	42,5	42,3	10,2	12,4	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,3
2° trim.	45,2	44,7	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,3
3° trim.	43,1	42,7	10,9	12,5	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
4° trim.	48,3	47,6	13,1	13,2	16,4	2,9	1,0	0,7	0,3	43,0
2011 1° trim.	43,2	42,9	10,7	12,6	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,9
2° trim.	45,3	45,0	12,1	12,7	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,4
3° trim.	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5
4° trim.	49,0	47,9	13,4	13,1	16,7	2,8	1,0	1,1	0,4	43,6
2012 1° trim.	43,7	43,5	11,0	12,8	15,4	2,5	1,0	0,3	0,2	39,4
2° trim.	46,2	45,9	12,6	12,8	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,4
3° trim.	44,7	44,3	11,9	12,7	15,5	2,6	0,8	0,4	0,3	40,4
4° trim.	50,2	49,5	14,1	13,6	17,0	2,9	1,0	0,7	0,3	44,9
2013 1° trim.	44,3	44,1	11,3	12,8	15,7	2,5	1,0	0,3	0,3	40,0
2° trim.	47,5	47,0	13,3	13,0	15,7	2,6	1,4	0,5	0,4	42,4
3° trim.	45,2	44,7	12,2	12,7	15,5	2,5	0,7	0,5	0,4	40,8

2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale		Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo primario (+)
	Totale 1	Redditi da lavoro dipendente 2	Consumi intermedi 3	Interessi 4	Trasfe- rimenti correnti 5	Trasfe- rimenti sociali 6		Investimenti 9	Trasferimenti in conto capitale 10	11			
						Pagamenti sociali 7	Sussidi 8						
2007 3° trim.	44,6	41,0	9,6	4,8	2,9	23,8	20,6	1,2	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
4° trim.	49,3	44,8	10,8	5,9	2,9	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	-0,1	2,8
2008 1° trim.	45,4	41,8	9,8	4,5	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-2,9	0,1
2° trim.	46,0	42,4	10,3	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
3° trim.	45,8	42,1	9,8	5,0	3,0	24,4	21,2	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
4° trim.	51,3	46,8	11,3	6,3	2,9	26,3	22,3	1,4	4,6	2,9	1,6	-2,6	0,3
2009 1° trim.	49,3	45,5	10,7	5,1	2,8	27,0	23,0	1,3	3,9	2,6	1,2	-6,7	-3,9
2° trim.	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,4	-2,3
3° trim.	50,1	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
4° trim.	54,7	49,8	11,8	6,7	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,1	-3,3
2010 1° trim.	50,4	46,5	10,7	5,1	2,7	28,0	23,7	1,4	3,9	2,4	1,5	-7,9	-5,2
2° trim.	49,7	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,4	-1,5
3° trim.	50,5	45,2	10,3	5,4	2,7	26,9	23,2	1,3	5,3	2,6	2,7	-7,4	-4,7
4° trim.	53,5	48,8	11,5	6,7	2,9	27,7	23,7	1,5	4,7	2,7	2,0	-5,2	-2,3
2011 1° trim.	48,5	45,3	10,3	5,0	2,9	27,2	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,3	-2,4
2° trim.	48,6	45,3	10,7	5,3	3,2	26,2	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,3	0,0
3° trim.	48,0	44,5	10,1	5,2	2,9	26,4	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,3	-1,5
4° trim.	52,8	48,7	11,3	6,6	3,2	27,7	23,7	1,5	4,0	2,5	1,8	-3,8	-0,6
2012 1° trim.	48,1	45,4	10,2	4,9	3,0	27,3	23,3	1,2	2,7	2,0	0,8	-4,3	-1,4
2° trim.	49,2	45,9	10,6	5,3	3,3	26,7	23,2	1,2	3,3	2,1	1,2	-2,9	0,4
3° trim.	48,4	44,9	10,1	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,6	2,2	1,3	-3,7	-0,9
4° trim.	53,9	48,9	11,1	6,5	3,2	28,1	24,1	1,4	5,1	2,3	2,8	-3,8	-0,6
2013 1° trim.	48,9	46,2	10,3	5,0	2,8	28,1	23,8	1,2	2,7	1,8	1,1	-4,6	-1,7
2° trim.	49,6	46,2	10,5	5,3	3,1	27,2	23,6	1,2	3,5	2,0	1,4	-2,1	1,0
3° trim.	48,6	45,3	10,0	5,3	2,8	27,2	23,6	1,2	3,3	2,2	1,1	-3,4	-0,5

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

- I concetti di entrate, spese e disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali.
- Comprende le imposte e i contributi sociali.

6.5 Debito e variazione del debito trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2010 4° trim.	85,4	2,4	15,4	7,3	60,3
2011 1° trim.	86,3	2,4	15,2	7,4	61,2
2° trim.	87,2	2,4	14,9	7,5	62,3
3° trim.	86,8	2,4	15,1	7,8	61,4
4° trim.	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1
2012 1° trim.	88,2	2,5	15,8	7,6	62,3
2° trim.	89,9	2,5	16,7	7,3	63,4
3° trim.	90,0	2,5	16,5	7,2	63,7
4° trim.	90,6	2,6	17,3	6,8	64,0
2013 1° trim.	92,3	2,6	16,9	7,1	65,8
2° trim.	93,4	2,5	16,9	6,9	67,1
3° trim.	92,7	2,5	16,6	6,9	66,6

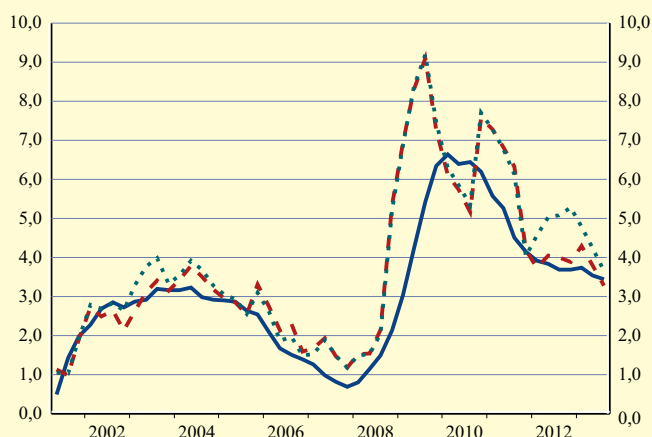
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-) avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche					Effetti di rivalutazione e altre variazioni di volume	Altro	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli	Azioni e altri titoli di capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010 4° trim.	11,6	-5,2	6,4	5,7	-0,4	1,7	4,4	0,0	0,0	0,8	11,6
2011 1° trim.	6,9	-5,3	1,6	0,7	2,1	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,8	6,7
2° trim.	5,9	-3,3	2,6	2,5	2,8	0,5	-0,3	-0,5	0,1	0,0	5,8
3° trim.	0,9	-4,3	-3,4	-3,7	-3,6	-0,5	0,2	0,2	0,5	-0,2	0,4
4° trim.	3,2	-3,8	-0,6	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,2	3,4
2012 1° trim.	5,0	-4,3	0,6	3,5	4,2	-0,2	-0,6	0,0	-3,8	0,9	8,7
2° trim.	7,1	-2,9	4,2	3,9	1,6	0,9	0,6	0,7	-0,5	0,9	7,7
3° trim.	0,7	-3,7	-3,0	-2,1	-2,1	0,5	-0,6	0,1	0,1	-1,0	0,6
4° trim.	2,8	-3,8	-1,0	-0,4	-2,7	0,4	0,4	1,5	-1,4	0,7	4,1
2013 1° trim.	6,6	-4,6	2,1	1,8	1,6	0,0	-0,2	0,5	-0,1	0,3	6,7
2° trim.	5,2	-2,1	3,1	3,4	3,3	0,3	0,0	-0,2	-0,3	0,1	5,5
3° trim.	-1,4	-3,4	-4,8	-4,5	-3,4	-0,8	0,0	-0,3	0,3	-0,6	-1,7

F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

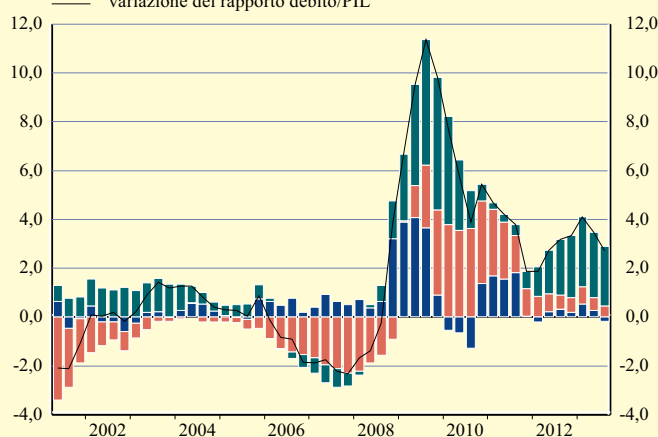
- disavanzo
- - - variazione del debito
- · · · · fabbisogno



F31 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

- raccordo disavanzo-debito
- disavanzo/avanzo primario
- differenziale crescita del PIL/onere medio del debito
- variazione del rapporto debito/PIL



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.

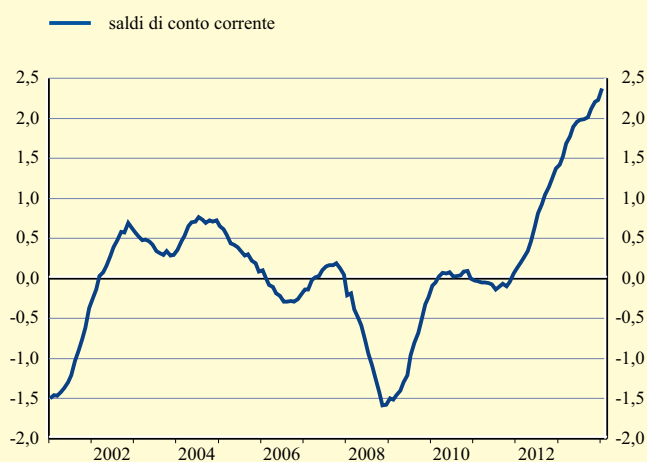


TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

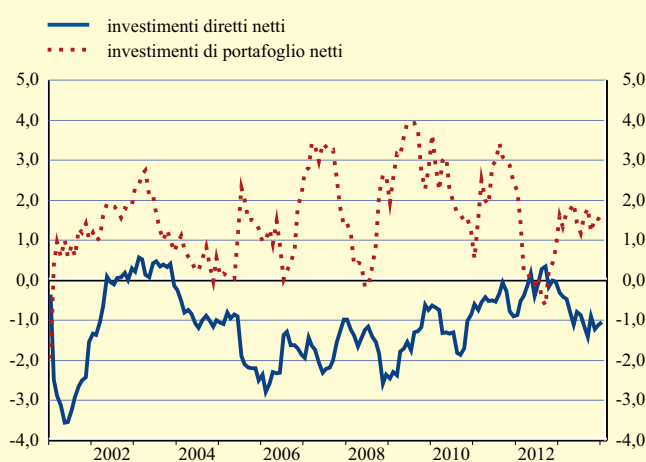
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾ (miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	7,9	0,6	73,8	39,3	-105,7	11,5	19,4	-44,6	-84,8	231,4	-5,2	-175,6	-10,3	25,2
2012	125,3	92,6	89,9	48,9	-106,1	5,6	130,9	-140,2	-3,1	75,1	3,5	-201,7	-13,9	9,3
2013	210,2	170,2	107,3	59,6	-126,8	18,7	228,9	-229,1	-105,8	147,5	14,8	-281,3	-4,3	0,1
2012 4° trim.	61,7	34,5	22,4	18,7	-13,8	6,4	68,2	-100,1	-27,4	75,6	25,5	-171,0	-2,8	31,9
2013 1° trim.	24,4	30,1	17,9	18,5	-42,0	1,9	26,4	-22,2	-23,9	16,4	8,4	-23,0	0,0	-4,2
2° trim.	55,7	50,5	29,1	6,7	-30,5	5,6	61,3	-59,1	-55,5	67,1	-0,5	-68,9	-1,2	-2,2
3° trim.	48,3	38,7	31,7	12,6	-34,6	4,7	53,0	-52,8	-27,6	12,9	5,6	-40,9	-2,9	-0,2
4° trim.	81,8	50,9	28,6	21,9	-19,7	6,5	88,3	-95,0	1,3	51,2	1,4	-148,5	-0,3	6,7
2013 gen.	-6,9	-2,9	4,6	4,7	-13,3	0,1	-6,8	6,2	-10,8	25,6	4,6	-8,4	-4,8	0,6
feb.	9,0	11,0	6,1	7,7	-15,8	1,1	10,1	-10,1	2,2	-14,0	2,7	-3,6	2,6	0,0
mar.	22,4	21,9	7,2	6,1	-12,9	0,7	23,0	-18,3	-15,3	4,8	1,0	-11,0	2,3	-4,8
apr.	14,6	16,1	8,1	1,1	-10,7	1,8	16,4	-20,4	-18,0	-0,2	-5,8	3,6	0,0	4,0
mag.	11,2	16,7	9,0	-4,8	-9,7	2,7	13,9	-13,1	-17,0	37,9	-8,2	-25,2	-0,6	-0,8
giu.	29,9	17,7	12,0	10,4	-10,2	1,1	31,0	-25,6	-20,5	29,4	13,5	-47,3	-0,6	-5,4
lug.	23,7	18,5	12,4	4,5	-11,7	2,6	26,3	-24,4	8,0	-29,2	-2,7	-0,7	0,2	-1,9
ago.	10,1	6,9	8,0	6,9	-11,7	1,6	11,7	-8,6	-0,9	19,9	6,5	-32,2	-2,0	-3,0
set.	14,5	13,3	11,3	1,3	-11,2	0,5	15,1	-19,8	-34,6	22,2	1,7	-7,9	-1,1	4,7
ott.	26,5	19,0	10,1	6,1	-8,7	2,4	28,9	-27,2	-1,6	3,1	2,8	-32,3	0,9	-1,7
nov.	27,1	18,7	7,7	6,3	-5,6	1,8	28,8	-29,1	-11,7	52,3	-4,9	-65,0	0,2	0,2
dic.	28,2	13,2	10,9	9,5	-5,4	2,4	30,6	-38,7	14,6	-4,2	3,4	-51,2	-1,3	8,1
2014 gen.	6,4	1,0	8,7	6,7	-10,0	0,4	6,8	-3,6	-4,7	16,9	-1,4	-11,7	-2,7	-3,2
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2014 gen.	223,5	174,0	111,4	61,6	-123,5	19,0	242,5	-238,8	-99,6	138,8	8,8	-284,6	-2,3	-3,7
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2014 gen.	2,3	1,8	1,2	0,6	-1,3	0,2	2,5	-2,5	-1,0	1,4	0,1	-3,0	0,0	0,0

F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente (dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



F33 B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio (flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte:

1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note generali.

7.2 Conto corrente e conto capitale

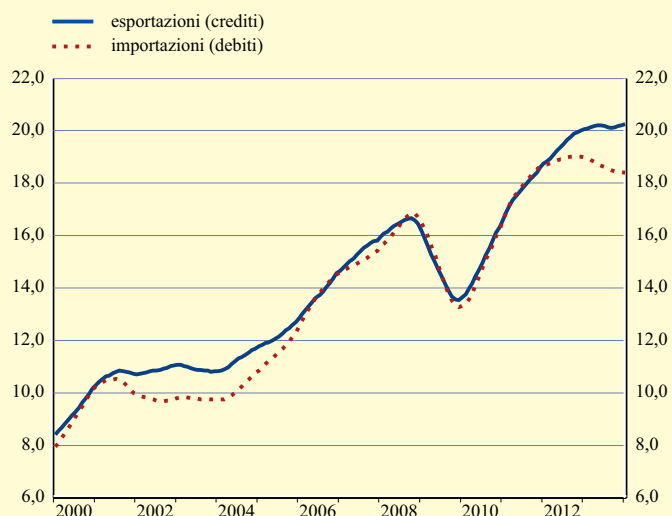
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente														Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti	
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti				
											Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
2011	3.022,3	3.014,4	7,9	1.790,3	1.789,8	585,7	511,9	550,4	511,1	95,9	6,5	201,6	27,1	25,6	14,2	
2012	3.183,7	3.058,4	125,3	1.921,1	1.828,5	628,2	538,3	535,9	487,0	98,4	6,8	204,6	26,0	29,4	23,8	
2013	3.198,8	2.988,6	210,2	1.936,9	1.766,8	654,1	546,8	511,1	451,5	96,6	.	223,5	.	30,0	11,3	
2012 4° trim.	817,9	756,1	61,7	490,0	455,6	162,3	139,8	132,0	113,3	33,6	1,7	47,5	6,7	10,9	4,5	
2013 1° trim.	766,3	741,8	24,4	470,9	440,8	145,3	127,4	122,1	103,6	28,1	1,6	70,0	5,9	6,1	4,2	
2° trim.	814,5	758,8	55,7	490,0	439,5	164,8	135,8	139,3	132,6	20,4	1,9	50,9	6,1	7,9	2,3	
3° trim.	799,5	751,2	48,3	479,5	440,8	175,3	143,6	127,0	114,4	17,7	1,8	52,4	6,4	6,7	2,0	
4° trim.	818,6	736,8	81,8	496,6	445,7	168,7	140,0	122,8	100,9	30,5	.	50,2	.	9,4	2,9	
2013 nov.	265,8	238,8	27,1	166,4	147,7	52,1	44,4	38,9	32,6	8,5	-	14,1	-	2,3	0,5	
dic.	275,2	247,0	28,2	154,0	140,7	59,8	48,9	45,8	36,3	15,7	-	21,1	-	4,1	1,8	
2014 gen.	253,9	247,6	6,4	152,3	151,3	52,5	43,8	38,6	31,9	10,5	-	20,5	-	1,1	0,7	
	Dati destagionalizzati															
2013 2° trim.	805,4	748,6	56,8	486,4	439,7	164,0	138,1	130,8	114,6	24,2	-	56,2	-	-	-	
3° trim.	798,6	752,3	46,2	479,9	441,1	165,0	137,5	129,0	117,5	24,7	-	56,1	-	-	-	
4° trim.	805,8	742,4	63,4	492,5	444,9	166,1	137,2	123,4	106,4	23,8	-	53,9	-	-	-	
2013 nov.	269,8	247,1	22,7	165,1	147,8	55,2	45,7	41,7	36,2	7,9	-	17,4	-	-	-	
dic.	269,0	249,0	20,0	164,3	149,8	55,9	46,3	40,7	33,6	8,0	-	19,2	-	-	-	
2014 gen.	271,2	245,9	25,3	164,0	148,0	57,1	45,3	41,7	34,9	8,4	-	17,7	-	-	-	
	flussi cumulati sui 12 mesi															
2014 gen.	3.212,2	2.984,4	227,9	1.945,1	1.767,7	659,3	548,1	509,9	448,8	97,8	-	219,8	-	-	-	
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL															
2014 gen.	33,4	31,1	2,4	20,2	18,4	6,9	5,7	5,3	4,7	1,0	-	2,3	-	-	-	

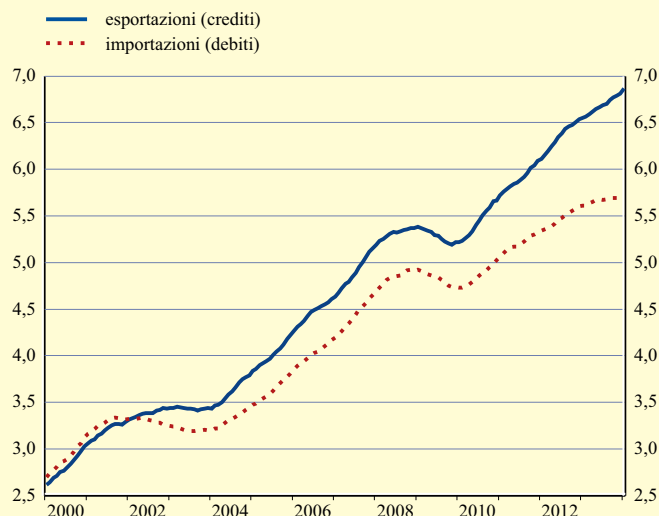
F34 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni

(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



F35 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi

(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Utili reinvestiti	Altri	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2010	25,4	12,4	472,7	447,9	247,0	47,1	153,7	45,9	23,3	24,3	28,8	83,8	95,7	120,9	77,8	65,1
2011	27,5	12,8	522,9	498,3	271,7	38,1	171,8	58,4	40,2	35,1	36,2	98,6	97,4	124,2	77,3	68,7
2012	29,2	13,3	506,8	473,8	251,4	49,7	155,8	16,4	44,4	38,2	43,0	104,1	99,3	117,0	68,8	58,6
2012 3° trim.	7,2	4,0	124,3	110,3	61,0	17,4	37,8	12,5	11,3	9,0	10,0	20,4	25,2	29,2	16,8	13,9
4° trim.	7,6	3,3	124,4	110,0	63,9	6,2	37,6	-15,0	11,5	10,5	8,0	20,3	24,8	27,9	16,1	13,8
2013 1° trim.	7,2	2,5	114,9	101,1	57,4	24,0	34,4	15,4	9,9	7,9	7,5	17,5	24,6	28,6	15,4	12,7
2° trim.	7,5	3,5	131,9	129,1	64,5	2,9	33,7	0,7	10,1	7,7	14,5	45,2	25,1	28,3	17,5	14,2
3° trim.	7,3	4,0	119,6	110,3	58,1	17,4	37,2	14,6	10,1	9,4	12,2	24,3	24,8	27,7	14,4	11,7

3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 4° trim. 2012 al 3° trim. 2013	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
		Crediti														
Conto corrente	3.198,1	1.012,3	55,6	97,7	483,5	312,5	63,0	64,9	46,7	155,2	39,3	68,6	126,0	251,5	426,8	1.006,9
Beni	1.930,3	601,6	36,2	58,3	260,7	246,2	0,2	34,1	24,2	118,5	28,6	43,8	89,0	131,0	223,3	636,2
Servizi	647,7	199,0	12,8	20,0	123,4	36,1	6,8	10,8	11,0	23,3	8,0	14,6	21,9	62,3	97,6	199,1
Redditi	520,3	147,8	5,6	17,2	87,6	27,1	10,2	19,5	10,8	12,7	2,5	9,4	14,2	48,4	99,8	155,3
da capitale	490,7	139,8	4,8	17,1	85,8	26,3	5,8	19,5	10,7	12,6	2,4	9,4	14,1	33,1	98,4	150,7
Trasferimenti correnti	99,8	63,9	1,0	2,2	11,7	3,2	45,9	0,5	0,8	0,7	0,2	0,7	0,8	9,8	6,0	16,2
Conto capitale	31,6	27,5	0,0	0,0	1,3	0,4	25,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	1,0	0,4	2,4
		Debiti														
Conto corrente	3.007,9	960,1	54,0	93,7	407,8	287,0	117,7	39,3	29,2	-	35,8	91,4	157,6	209,8	395,5	-
Beni	1.776,6	508,6	30,7	51,7	197,3	228,9	0,0	26,7	14,0	195,8	26,7	43,7	141,2	104,9	148,0	567,0
Servizi	546,6	160,0	8,9	15,4	92,4	42,9	0,3	5,4	7,2	16,1	7,3	9,2	11,1	50,2	109,5	170,5
Redditi	463,9	158,2	13,1	24,8	106,0	9,6	4,6	5,9	5,9	-	0,9	37,8	4,2	44,9	131,7	-
da capitale	450,5	151,2	13,0	24,7	104,5	4,3	4,6	5,8	5,7	-	0,7	37,7	4,1	44,5	130,7	-
Trasferimenti correnti	220,8	133,3	1,2	1,8	12,0	5,7	112,7	1,3	2,1	3,2	0,9	0,7	1,0	9,7	6,2	62,2
Conto capitale	13,0	3,9	0,1	0,1	3,1	0,5	0,2	0,2	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,7	1,1	6,3
		Saldo														
Conto corrente	190,2	52,2	1,6	4,0	75,7	25,5	-54,7	25,6	17,5	-	3,5	-22,9	-31,6	41,7	31,3	-
Beni	153,7	93,0	5,5	6,6	63,4	17,3	0,2	7,4	10,2	-77,3	2,0	0,2	-52,2	26,1	75,3	69,2
Servizi	101,1	39,0	3,8	4,5	31,0	-6,8	6,4	5,4	3,8	7,2	0,7	5,4	10,8	12,0	-11,9	28,7
Redditi	56,4	-10,4	-7,5	-7,6	-18,4	17,5	5,6	13,7	4,8	-	1,6	-28,4	10,0	3,5	-31,9	-
da capitale	40,2	-11,4	-8,2	-7,6	-18,7	21,9	1,2	13,7	4,9	-	1,7	-28,3	10,1	-11,4	-32,3	-
Trasferimenti correnti	-121,0	-69,4	-0,2	0,4	-0,3	-2,5	-66,8	-0,8	-1,2	-2,5	-0,7	0,0	-0,2	0,1	-0,2	-46,0
Conto capitale	18,6	23,5	0,0	0,0	-1,8	0,0	25,4	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,6	-3,9

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

1. Conto finanziario: principali voci

	Totale ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
2010	15.198,0	16.495,2	-1.297,3	165,5	179,6	-14,1	4.928,8	3.895,5	4.901,4	7.471,6	-31,3	4.807,9	5.128,2	591,2
2011	15.905,0	17.369,7	-1.464,7	168,4	183,9	-15,5	5.631,5	4.344,6	4.751,0	7.721,7	-29,9	4.885,4	5.303,3	667,1
2012	16.649,4	17.922,0	-1.272,6	175,2	188,5	-13,4	5.879,6	4.450,2	5.264,9	8.378,2	-17,7	4.833,3	5.093,6	689,4
2013 1° trim.	17.097,6	18.287,0	-1.189,4	179,9	192,5	-12,5	5.956,0	4.507,5	5.534,9	8.626,9	-28,3	4.947,1	5.152,5	687,8
2° trim.	16.899,2	18.218,0	-1.318,8	177,4	191,2	-13,8	6.144,2	4.639,2	5.368,5	8.554,3	-47,8	4.869,9	5.024,4	564,3
3° trim.	16.834,9	18.125,7	-1.290,8	176,0	189,5	-13,5	6.067,6	4.603,0	5.463,6	8.687,9	-40,8	4.757,7	4.834,8	586,8
Variazioni nelle consistenze														
2009	497,5	389,8	107,7	5,6	4,4	1,2	496,3	272,4	513,3	899,9	-1,1	-599,5	-782,5	88,4
2010	1.452,7	1.308,3	144,4	15,8	14,2	1,6	518,3	401,7	557,8	625,4	-29,9	277,6	281,2	128,8
2011	707,0	874,4	-167,4	7,5	9,3	-1,8	702,7	449,1	-150,4	250,1	1,4	77,5	175,2	75,9
2012	744,4	552,3	192,1	7,8	5,8	2,0	248,2	105,6	513,9	656,5	12,2	-52,2	-209,8	22,3
2013 2° trim.	-198,4	-69,0	-129,4	-8,3	-2,9	-5,4	188,2	131,7	-166,4	-72,6	-19,5	-77,2	-128,1	-123,5
3° trim.	-64,3	-92,2	28,0	-2,7	-3,8	1,2	-76,6	-36,2	95,0	133,5	7,0	-112,2	-189,6	22,4
Transazioni														
2010	649,4	654,9	-5,5	7,1	7,1	-0,1	352,5	273,7	131,9	241,8	-10,1	164,7	139,5	10,5
2011	671,8	627,2	44,6	7,1	6,6	0,5	524,7	439,8	-53,1	178,3	5,2	184,7	9,1	10,3
2012	522,5	382,3	140,2	5,5	4,0	1,5	329,9	326,8	186,2	261,3	-3,5	-4,1	-205,8	13,9
2013	290,0	60,9	229,1	3,0	0,6	2,4	191,4	85,6	222,2	369,8	-14,8	-113,2	-394,5	4,3
2013 2° trim.	27,5	-31,5	59,1	1,1	-1,3	2,5	61,9	6,4	21,8	88,9	0,5	-57,9	-126,8	1,2
3° trim.	-12,1	-64,9	52,8	-0,5	-2,7	2,2	31,8	4,2	63,6	76,5	-5,6	-104,8	-145,6	2,9
4° trim.	72,7	-22,3	95,0	2,9	-0,9	3,9	40,9	42,2	32,4	83,6	-1,4	0,5	-148,0	0,3
2013 set.	-18,9	-38,7	19,8	-	-	-	4,8	-29,9	39,6	61,8	-1,7	-62,7	-70,6	1,1
ott.	88,8	61,6	27,2	-	-	-	21,8	20,1	6,5	9,6	-2,8	64,1	31,8	-0,9
nov.	67,1	38,0	29,1	-	-	-	19,8	8,0	13,2	65,5	4,9	29,4	-35,5	-0,2
dic.	-83,1	-121,9	38,7	-	-	-	-0,6	14,0	12,7	8,4	-3,4	-93,1	-144,3	1,3
2014 gen.	168,4	164,8	3,6	-	-	-	18,9	14,2	17,3	34,1	1,4	128,2	116,5	2,7
Altre variazioni														
2009	585,8	464,8	121,0	6,6	5,2	1,4	144,0	-13,7	417,2	557,1	18,3	-86,7	-78,7	93,0
2010	803,3	653,4	149,9	8,7	7,1	1,6	165,8	128,0	425,9	383,6	-19,8	113,0	141,8	118,3
2011	35,2	247,2	-212,0	0,4	2,6	-2,2	178,0	9,3	-97,3	71,9	-3,9	-107,2	166,0	65,6
2012	221,9	170,0	51,9	2,3	1,8	0,5	-81,7	-221,2	327,7	395,2	15,7	-48,1	-4,0	8,4
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
2009	-49,2	-55,9	6,7	-0,6	-0,6	0,1	-5,3	5,6	-29,8	-34,4	.	-11,5	-27,2	-2,7
2010	477,6	324,2	153,5	5,2	3,5	1,7	143,4	34,4	160,0	128,2	.	161,0	161,5	13,3
2011	214,2	176,7	37,5	2,3	1,9	0,4	70,7	18,4	72,8	67,1	.	63,2	91,3	7,5
2012	-86,6	-91,5	4,9	-0,9	-1,0	0,1	-22,0	-5,6	-41,3	-37,5	.	-16,7	-48,3	-6,6
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2009	635,0	491,2	143,9	7,1	5,5	1,6	147,5	29,4	423,6	461,8	18,2	.	.	45,8
2010	300,9	148,1	152,8	3,3	1,6	1,7	33,2	-0,8	185,5	149,0	-19,4	.	.	101,7
2011	-116,5	-249,2	132,7	-1,2	-2,6	1,4	-38,1	7,1	-133,7	-256,3	-3,9	.	.	59,3
2012	266,1	588,6	-322,5	2,8	6,2	-3,4	38,8	-6,4	194,7	594,9	15,7	.	.	16,9
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2009	-1,5	30,2	-31,7	0,0	0,3	-0,4	0,9	-48,4	23,5	130,0	.	-75,6	-51,4	49,7
2010	24,8	181,4	-156,5	0,3	2,0	-1,7	-11,0	94,6	80,4	106,7	.	-47,9	-19,9	3,4
2011	-59,4	320,1	-379,5	-0,6	3,4	-4,0	146,0	-16,0	-33,8	261,7	.	-170,4	74,5	-1,2
2012	42,5	-326,8	369,3	0,4	-3,4	3,9	-98,6	-209,2	174,3	-162,1	.	-31,3	44,6	-1,9
Tassi di crescita delle consistenze														
2009	-0,7	-0,5	-	.	.	.	8,9	8,9	2,4	5,6	.	-10,0	-12,5	-1,3
2010	4,6	4,2	-	.	.	.	7,7	7,5	2,9	3,4	.	3,6	2,8	2,0
2011	4,5	3,8	-	.	.	.	10,7	11,3	-1,2	2,4	.	4,0	0,2	1,6
2012	3,3	2,2	-	.	.	.	5,9	7,6	3,8	3,3	.	0,0	-3,9	2,0
2013 2° trim.	2,1	0,7	-	.	.	.	4,9	4,7	4,8	4,7	.	-3,2	-8,6	0,6
3° trim.	1,6	0,2	-	.	.	.	4,5	2,9	5,2	5,4	.	-4,8	-10,0	1,1
4° trim.	1,7	0,3	-	.	.	.	3,2	1,9	4,2	4,4	.	-2,3	-7,7	0,7

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2011	5.631,5	4.228,1	283,1	3.945,0	1.403,3	13,3	1.390,1	4.344,6	3.093,0	101,6	2.991,4	1.251,6	11,3	1.240,3
2012	5.879,6	4.373,0	290,1	4.082,9	1.506,7	12,0	1.494,6	4.450,2	3.129,0	108,4	3.020,6	1.321,2	11,3	1.309,9
2013 2° trim.	6.144,2	4.531,3	277,3	4.254,1	1.612,8	12,3	1.600,6	4.639,2	3.219,7	110,0	3.109,7	1.419,6	12,3	1.407,3
3° trim.	6.067,6	4.485,0	276,4	4.208,7	1.582,6	12,2	1.570,4	4.603,0	3.203,1	110,5	3.092,7	1.399,9	12,0	1.387,9
Transazioni														
2010	352,5	232,9	23,4	209,5	119,6	1,1	118,5	273,7	293,5	10,9	282,6	-19,8	-5,8	-14,0
2011	524,7	444,8	26,6	418,2	79,9	-3,2	83,1	439,8	401,7	11,1	390,6	38,1	0,6	37,4
2012	329,9	190,0	-1,7	191,7	140,0	-0,3	140,3	326,8	246,5	8,4	238,1	80,3	0,1	80,3
2013 2° trim.	61,9	4,1	2,6	1,5	57,8	-0,8	58,6	6,4	-38,4	1,0	-39,4	44,8	0,2	44,5
3° trim.	31,8	44,2	2,5	41,7	-12,5	0,0	-12,5	4,2	10,5	1,9	8,6	-6,3	-0,1	-6,2
4° trim.	40,9	34,9	3,6	31,3	6,1	0,2	5,9	42,2	33,7	2,7	30,9	8,5	0,4	8,1
2013 set.	4,8	27,0	1,3	25,7	-22,2	0,1	-22,3	-29,9	-20,4	0,5	-20,9	-9,5	-0,1	-9,4
ott.	21,8	21,5	-0,2	21,6	0,3	0,0	0,3	20,1	19,1	0,4	18,7	1,1	-0,1	1,1
nov.	19,8	9,0	0,9	8,1	10,7	-0,1	10,8	8,0	6,8	1,6	5,2	1,2	-0,2	1,4
dic.	-0,6	4,4	2,8	1,6	-5,0	0,3	-5,2	14,0	7,8	0,7	7,1	6,2	0,6	5,6
2014 gen.	18,9	13,0	-0,7	13,7	5,9	0,4	5,5	14,2	13,3	1,2	12,2	0,9	-3,1	4,0
Tassi di crescita														
2011	10,7	11,6	9,9	11,8	7,4	-20,1	7,8	11,3	13,7	11,6	13,8	3,9	0,9	3,9
2012	5,9	4,5	-0,6	4,9	10,0	-2,5	10,2	7,6	8,1	8,3	8,1	6,4	0,4	6,5
2013 2° trim.	4,9	3,0	0,9	3,1	10,7	5,2	10,7	4,7	5,8	7,7	5,7	2,1	19,7	1,9
3° trim.	4,5	3,2	1,4	3,3	8,5	3,9	8,6	2,9	4,4	7,1	4,3	-0,7	1,9	-0,8
4° trim.	3,2	2,9	2,8	2,9	4,2	4,5	4,2	1,9	2,0	8,5	1,8	1,7	10,3	1,6

F36 Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro

(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)

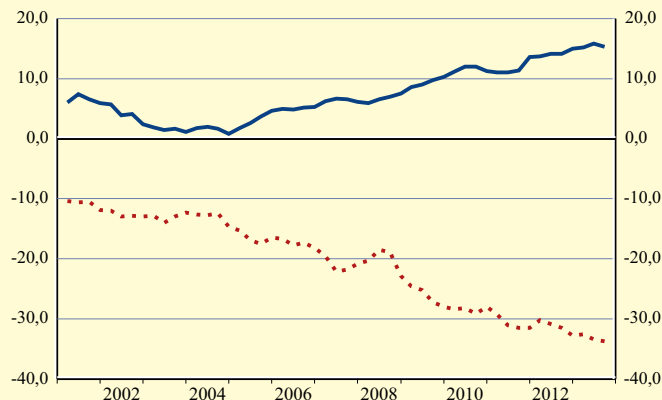
— posizione patrimoniale sull'estero



F37 Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio

(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)

— investimenti diretti netti
- - - investimenti di portafoglio netti



Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito											
		Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario						
				Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Amministrazioni pubbliche
									Totale	Amministrazioni pubbliche					Totale	IFM		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																		
2011	4.751,0	1.693,8	59,3	2,6	1.634,5	39,4	2.587,4	721,4	16,1	1.865,9	96,0	469,8	302,5	58,8	167,4	0,5		
2012	5.264,9	1.947,3	70,2	2,8	1.877,1	42,5	2.851,8	674,2	15,6	2.177,7	97,3	465,7	288,0	53,8	177,8	1,4		
2013 2° trim.	5.368,5	2.073,8	93,7	3,1	1.980,1	47,6	2.824,3	632,7	15,8	2.191,6	92,7	470,4	281,9	61,9	188,4	0,2		
3° trim.	5.463,6	2.171,5	114,2	3,1	2.057,3	48,5	2.825,9	618,4	16,4	2.207,4	91,3	466,2	289,7	58,4	176,5	0,1		
Transazioni																		
2010	131,9	75,3	-2,4	-0,7	77,7	1,9	101,1	-125,2	0,1	226,3	51,4	-44,6	-63,9	-10,6	19,3	-1,9		
2011	-53,1	-66,0	-10,7	-0,2	-55,3	-7,3	-21,2	-60,5	0,1	39,3	-2,8	34,1	25,8	10,4	8,3	0,2		
2012	186,2	57,6	3,0	0,1	54,6	0,2	126,3	-38,5	-1,0	164,7	-8,5	2,4	-18,0	2,3	20,3	0,1		
2013 2° trim.	21,8	13,9	3,8	0,0	10,1	0,8	8,8	-6,9	-0,6	15,7	-1,9	-0,9	-5,8	14,7	4,9	-0,3		
3° trim.	63,6	42,9	16,4	0,0	26,5	0,1	18,3	-13,0	0,7	31,4	-1,7	2,4	8,4	-2,4	-6,0	0,0		
4° trim.	32,4	16,9	7,4	0,3	9,5	.	6,2	-10,8	1,0	17,0	.	9,3	12,3	1,7	-2,9	.		
2013 set.	39,6	28,1	10,3	0,0	17,8	-	7,6	-3,4	-0,1	10,9	-	3,9	3,6	0,2	0,3	-		
ott.	6,5	9,5	2,2	0,0	7,3	-	0,6	-2,7	-0,1	3,3	-	-3,6	-5,8	-5,4	2,3	-		
nov.	13,2	0,4	5,6	0,3	-5,2	-	9,2	-3,6	0,7	12,8	-	3,6	4,2	4,9	-0,6	-		
dic.	12,7	7,0	-0,4	0,0	7,4	-	-3,6	-4,5	0,4	0,9	-	9,3	13,9	2,3	-4,6	-		
2014 gen.	17,3	6,8	-1,3	0,0	8,0	-	2,7	3,2	0,1	-0,5	-	7,8	3,0	2,1	4,8	-		
Tassi di crescita																		
2011	-1,2	-3,9	-15,2	-7,2	-3,4	-15,9	-0,8	-7,7	-0,2	2,2	-2,9	8,3	8,4	25,5	8,0	120,3		
2012	3,8	3,1	5,0	3,0	3,1	0,1	4,8	-5,4	-6,3	8,6	-8,3	0,5	-5,5	3,7	12,3	29,8		
2013 2° trim.	4,8	7,6	47,4	5,2	6,3	15,5	4,2	-4,0	2,7	6,9	-4,7	-2,3	-7,8	50,9	7,8	-67,0		
3° trim.	5,2	9,5	73,3	5,8	7,4	13,0	3,6	-4,5	10,9	6,1	-6,4	-2,0	-4,1	37,6	2,0	-56,3		
4° trim.	4,2	6,9	56,1	16,1	5,0	.	2,4	-7,2	14,2	5,3	.	4,0	7,0	28,7	-0,9	.		

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito							
		Totale	IFM	non IFM		Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario		
				non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM	
								Totale	Amministrazioni pubbliche				Totale	IFM	Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)													
2011	7.721,7	3.051,2	558,3	2.492,9	4.226,1	1.253,0	2.973,0	1.748,4	444,4	86,8	357,6	313,1	
2012	8.378,2	3.479,5	537,3	2.942,2	4.437,5	1.190,7	3.246,8	1.963,4	461,2	88,0	373,2	298,1	
2013 2° trim.	8.554,3	3.607,9	500,4	3.107,5	4.454,5	1.150,0	3.304,4	2.003,9	492,0	111,8	380,2	306,6	
3° trim.	8.687,9	3.769,3	534,6	3.234,6	4.397,6	1.107,5	3.290,1	1.991,8	521,0	127,7	393,3	321,8	
Transazioni													
2010	241,8	127,1	-16,9	144,1	160,4	49,8	110,6	187,3	-45,7	12,7	-58,4	-38,2	
2011	178,3	74,2	18,4	55,7	151,6	75,6	76,0	80,7	-47,5	2,1	-49,5	-37,7	
2012	261,3	145,9	-18,1	163,9	120,1	-55,6	175,6	161,8	-4,6	5,4	-10,0	-30,3	
2013 2° trim.	88,9	83,7	-18,2	101,9	5,4	-23,6	29,0	18,6	-0,2	0,4	-0,6	-1,9	
3° trim.	76,5	54,3	11,5	42,8	-16,7	-22,0	5,3	2,9	38,9	23,7	15,2	16,5	
4° trim.	83,6	74,3	-1,5	75,8	73,5	14,4	59,0	.	-64,2	-25,4	-38,8	.	
2013 set.	61,8	19,8	-1,8	21,6	22,3	3,8	18,5	-	19,6	13,8	5,8	-	
ott.	9,6	15,3	-7,9	23,1	13,5	11,3	2,2	-	-19,1	-6,6	-12,5	-	
nov.	65,5	17,3	3,0	14,2	50,8	5,6	45,2	-	-2,6	-3,8	1,2	-	
dic.	8,4	41,8	3,3	38,4	9,2	-2,4	11,6	-	-42,5	-15,0	-27,5	-	
2014 gen.	34,1	11,2	9,6	1,6	-3,9	-7,2	3,3	-	26,9	23,4	3,5	-	
Tassi di crescita													
2011	2,4	2,3	2,9	2,0	4,1	6,7	3,0	5,1	-9,2	8,3	-12,2	-11,1	
2012	3,3	4,5	-3,3	6,1	2,8	-4,5	5,9	9,2	-0,9	6,1	-2,6	-9,2	
2013 2° trim.	4,7	7,7	-7,5	10,6	2,6	-2,9	4,7	7,3	3,3	12,7	1,0	-0,4	
3° trim.	5,4	8,1	-4,7	10,6	1,5	-4,3	3,7	5,1	22,4	61,7	13,4	10,6	
4° trim.	4,4	7,6	-3,1	9,5	2,0	-3,0	3,8	.	2,0	18,0	-1,9	.	

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2011	4.885,4	36,2	35,5	0,7	3.069,9	3.008,1	61,8	162,5	6,8	116,1	30,2	1.616,8	248,5	1.173,6	495,9
2012	4.833,3	40,9	40,2	0,7	2.924,6	2.854,3	70,3	167,9	5,3	121,4	29,2	1.699,8	254,5	1.249,4	529,0
2013 2° trim.	4.869,9	18,5	17,9	0,7	2.940,7	2.873,5	67,2	151,2	5,1	103,8	24,0	1.759,5	247,9	1.261,5	571,8
3° trim.	4.757,7	25,2	24,5	0,7	2.848,3	2.764,2	84,2	148,7	5,0	101,9	22,7	1.735,5	245,9	1.237,6	560,5
Transazioni															
2010	164,7	-2,7	-2,6	0,0	11,6	2,8	8,9	41,2	-0,2	40,8	4,9	114,5	8,8	81,9	50,8
2011	184,7	-3,0	-3,1	0,1	51,6	21,7	29,9	4,3	-0,3	4,1	10,3	131,8	8,6	99,0	38,5
2012	-4,1	5,2	5,2	0,0	-121,9	-130,1	8,1	4,7	-1,5	6,4	-1,0	107,9	8,3	74,7	37,3
2013 2° trim.	-57,9	-10,9	-10,9	0,0	12,1	14,4	-2,3	-4,6	0,0	-4,4	-0,2	-54,6	0,0	-58,2	-19,4
3° trim.	-104,8	6,2	6,2	0,0	-71,5	-88,6	17,0	-1,8	-0,1	-1,8	-1,2	-37,7	-1,6	-36,7	-28,5
4° trim.	0,5	-8,8	.	.	-14,2	.	.	6,3	.	.	4,6	17,2	.	.	22,2
2013 set.	-62,7	5,0	.	.	-47,7	.	.	0,4	.	.	0,4	-20,4	.	.	-16,2
ott.	64,1	-4,6	.	.	76,8	.	.	1,8	.	.	2,1	-10,0	.	.	-9,9
nov.	29,4	-5,2	.	.	5,7	.	.	5,2	.	.	4,1	23,8	.	.	22,3
dic.	-93,1	1,0	.	.	-96,7	.	.	-0,7	.	.	-1,5	3,3	.	.	9,8
2014 gen.	128,2	-3,3	.	.	134,0	.	.	-2,3	.	.	-0,2	-0,3	.	.	6,8
Tassi di crescita															
2011	4,0	-6,1	-6,2	8,8	1,9	0,9	76,7	3,0	-3,3	4,1	51,5	8,3	4,0	8,0	9,0
2012	0,0	13,0	13,2	1,0	-3,9	-4,3	13,8	3,1	-22,2	5,8	-3,3	6,7	3,3	6,5	7,6
2013 2° trim.	-3,2	-22,3	-23,0	3,4	-4,2	-4,2	-5,9	-3,7	-24,8	-4,8	-20,3	-1,0	-2,4	-3,2	3,7
3° trim.	-4,8	-13,1	-13,4	3,3	-5,3	-5,7	8,8	1,1	-5,5	0,6	-9,5	-4,0	-0,7	-5,9	-2,4
4° trim.	-2,3	-50,9	.	.	-2,1	.	.	-6,4	.	.	-6,6	-1,1	.	.	5,4

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2011	5.303,3	411,7	408,9	2,8	3.220,8	3.153,9	66,9	229,3	0,1	222,3	6,9	1.441,6	227,2	1.029,9	184,5
2012	5.093,6	427,3	426,4	0,9	2.972,0	2.889,3	82,8	231,5	0,1	223,8	7,5	1.462,8	229,6	996,8	236,4
2013 2° trim.	5.024,4	374,2	372,8	1,4	2.862,3	2.799,0	63,3	227,1	0,1	220,3	6,6	1.560,8	229,2	1.058,6	273,0
3° trim.	4.834,8	360,7	359,2	1,6	2.739,0	2.658,2	80,9	229,9	0,2	223,0	6,7	1.505,1	229,3	1.009,5	266,3
Transazioni															
2010	139,5	9,3	6,7	2,6	-9,2	-15,1	5,9	66,1	0,0	65,5	0,6	73,2	16,3	30,8	26,1
2011	9,1	134,8	135,0	-0,2	-290,0	-328,7	38,6	74,2	0,0	74,2	0,0	90,2	10,6	63,6	16,0
2012	-205,8	18,4	20,2	-1,8	-234,6	-251,7	17,2	2,6	0,0	1,5	1,0	7,8	7,4	-14,3	14,7
2013 2° trim.	-126,8	-21,6	-22,1	0,5	-93,8	-76,0	-17,8	-0,3	0,0	-1,1	0,8	-11,1	-1,2	5,1	-15,0
3° trim.	-145,6	-10,2	-10,3	0,2	-107,2	-124,7	17,4	4,5	0,0	4,2	0,3	-32,7	0,8	-36,3	2,8
4° trim.	-148,0	-17,6	.	.	-125,8	.	.	-8,9	.	.	.	4,3	.	.	.
2013 set.	-70,6	-3,8	.	.	-57,7	.	.	2,9	.	.	.	-12,0	.	.	.
ott.	31,8	-9,7	.	.	52,4	.	.	-3,7	.	.	.	-7,3	.	.	.
nov.	-35,5	-9,4	.	.	-27,6	.	.	-0,6	.	.	.	2,0	.	.	.
dic.	-144,3	1,4	.	.	-150,7	.	.	-4,6	.	.	.	9,5	.	.	.
2014 gen.	116,5	-6,5	.	.	112,4	.	.	0,7	.	.	.	9,9	.	.	.
Tassi di crescita															
2011	0,2	50,4	51,0	.	-8,3	-9,6	90,6	48,8	.	50,9	-0,6	7,6	5,2	7,4	11,0
2012	-3,9	4,7	5,2	.	-7,3	-8,0	25,8	1,1	.	0,7	15,6	0,5	3,2	-1,5	8,5
2013 2° trim.	-8,6	-8,3	-8,3	.	-12,1	-12,0	-15,8	-5,3	.	-5,5	2,2	-1,7	0,1	-2,0	-1,7
3° trim.	-10,0	-15,0	-15,1	.	-13,0	-13,4	2,8	-1,3	.	-1,4	3,3	-3,8	1,4	-4,3	-6,8
4° trim.	-7,7	-18,5	.	.	-11,1	.	.	-2,4	.	.	.	1,3	.	.	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

7. Riserve ufficiali¹⁾

	Riserve ufficiali													Per memoria				
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP	
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati					
		1	2				3	4	5	6	7	8						9	10	11	12
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																	
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5	
2011	667,0	422,1	346,846	54,0	30,2	160,8	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9	
2012	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	166,8	6,1	8,8	151,3	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0	55,0	
2013 1° trim.	687,8	432,7	346,696	52,5	32,4	169,6	5,3	10,0	154,4	0,2	132,6	21,6	-0,1	0,6	31,2	-35,8	55,1	
2° trim.	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,3	7,8	151,6	0,2	133,8	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2	
3° trim.	586,8	340,5	346,674	50,5	30,5	164,3	5,1	9,3	149,7	0,2	134,0	15,5	0,2	0,9	21,5	-29,4	53,6	
2014 gen.	570,8	321,0	346,816	50,9	29,1	168,8	6,2	6,9	155,7	0,2	142,1	13,5	0,0	1,0	23,8	-34,0	53,5	
feb.	578,5	333,1	346,816	50,1	28,3	166,1	5,8	6,6	153,5	0,2	140,4	13,0	0,2	1,0	23,9	-32,6	52,8	
	Transazioni																	
2010	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,6	-5,4	6,6	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-	
2011	10,3	0,0	-	-1,6	13,0	-1,2	-2,3	-8,3	9,3	0,1	15,9	-6,8	0,1	0,0	-	-	-	
2012	13,9	0,0	-	-0,3	3,4	10,2	0,6	1,2	8,0	-0,4	-0,7	9,1	0,4	0,7	-	-	-	
2013 2° trim.	1,2	0,0	-	-0,3	-0,3	1,5	0,1	-1,8	3,5	0,0	6,4	-2,8	-0,2	0,2	-	-	-	
3° trim.	2,9	0,0	-	-0,2	-0,6	3,6	-0,2	1,7	2,2	0,0	4,0	-1,7	-0,1	0,0	-	-	-	
4° trim.	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	Tassi di crescita																	
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,5	-5,2	10,2	-24,6	-	-	-	-	-	
2011	1,6	0,0	-	-3,0	83,3	-1,3	-30,0	-52,7	6,8	27,4	14,2	-45,3	-	-	-	-	-	
2012	2,0	0,0	-	-0,5	11,0	6,5	12,2	15,2	5,6	-53,5	-0,6	82,5	-	-	-	-	-	
2013 2° trim.	0,6	0,0	-	-0,9	2,4	2,0	-19,1	-1,6	3,4	-41,8	4,7	-4,5	-	-	-	-	-	
3° trim.	1,1	0,0	-	-1,3	-6,2	5,7	-13,6	22,4	6,0	0,0	6,9	-0,6	-	-	-	-	-	
4° trim.	0,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento					Per settore (esclusi gli investimenti diretti)				
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e notes	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Amministrazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)										
2010	10.926,4	4.724,7	453,2	3.822,0	203,3	200,2	1.523,0	2.145,6	270,3	4.751,7	2.235,7
2011	11.945,2	4.815,0	444,4	4.226,1	227,3	261,0	1.971,4	2.290,8	411,7	4.560,6	2.710,7
2012	12.105,7	4.536,2	461,2	4.437,5	229,8	327,6	2.113,4	2.493,0	427,3	4.250,6	2.821,3
2013 1° trim.	12.274,6	4.561,2	501,2	4.499,1	232,6	358,7	2.121,7	2.560,3	400,4	4.280,2	2.912,0
2° trim.	12.223,5	4.450,7	492,0	4.454,5	229,3	344,4	2.252,7	2.537,5	374,2	4.124,1	2.935,0
3° trim.	11.979,8	4.249,9	521,0	4.397,6	229,5	355,4	2.226,4	2.543,4	360,7	3.974,3	2.875,0
	Consistenze (in percentuale del PIL)										
2010	119,1	51,5	4,9	41,6	2,2	2,2	16,6	23,4	2,9	51,8	24,4
2011	126,5	51,0	4,7	44,8	2,4	2,8	20,9	24,3	4,4	48,3	28,7
2012	127,4	47,7	4,9	46,7	2,4	3,4	22,2	26,2	4,5	44,7	29,7
2013 1° trim.	129,0	47,9	5,3	47,3	2,4	3,8	22,3	26,9	4,2	45,0	30,6
2° trim.	128,1	46,6	5,2	46,7	2,4	3,6	23,6	26,6	3,9	43,2	30,8
3° trim.	125,2	44,4	5,4	46,0	2,4	3,7	23,3	26,6	3,8	41,5	30,0

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro, in linea con l'impostazione adottata dall'Eurosistema per le riserve ufficiali. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro, consistenze a fine periodo; transazioni nel periodo)

9. Scomposizione geografica

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2012	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	1.429,4	416,4	-16,6	17,2	134,7	282,4	-1,2	103,4	79,0	-22,3	161,1	175,9	-223,5	-0,2	739,6
All'estero	5.879,6	1.687,5	29,4	171,7	1.156,7	329,6	0,1	211,4	99,6	79,2	597,3	1.322,6	585,4	0,1	1.296,6
Azioni/utili reinvestiti	4.373,0	1.249,1	22,8	103,9	867,4	254,9	0,0	165,3	81,3	57,1	451,3	929,8	486,6	0,1	952,3
Debito	1.506,7	438,5	6,5	67,8	289,4	74,7	0,1	46,1	18,3	22,1	146,0	392,7	98,8	0,0	344,2
Nell'area dell'euro	4.450,2	1.271,1	46,0	154,6	1.022,0	47,2	1,3	108,0	20,6	101,5	436,3	1.146,7	808,9	0,3	556,9
Azioni/utili reinvestiti	3.129,0	1.019,2	37,2	138,4	810,1	32,3	1,3	86,9	7,8	88,1	262,8	856,6	425,7	0,1	381,7
Debito	1.321,2	251,9	8,8	16,2	211,9	14,9	0,0	21,1	12,7	13,4	173,4	290,1	383,1	0,2	175,2
Investimenti di portafoglio: attività	5.264,9	1.677,1	99,7	228,1	1.044,5	118,5	186,3	102,3	61,2	215,1	131,4	1.639,7	433,3	33,2	971,6
Azioni	1.947,3	391,0	17,2	49,0	310,4	14,2	0,1	39,6	57,2	105,7	117,1	621,1	237,0	0,9	377,7
Strumenti di debito	3.317,6	1.286,1	82,5	179,1	734,1	104,3	186,2	62,6	4,0	109,5	14,3	1.018,6	196,3	32,3	594,0
Obbligazioni e notes	2.851,8	1.134,8	75,8	148,7	621,9	103,4	185,0	58,3	2,6	36,8	11,3	857,4	184,4	31,7	534,5
Strumenti di mercato monetario	465,7	151,3	6,6	30,4	112,1	0,9	1,2	4,3	1,3	72,7	3,0	161,2	11,8	0,6	59,5
Altri investimenti	-260,3	-248,0	10,6	-27,4	-48,8	44,4	-226,8	1,7	-15,7	5,1	-32,6	55,4	50,6	-78,0	1,1
Attività	4.833,3	2.186,1	77,5	86,7	1.841,1	161,4	19,4	28,0	49,0	81,9	268,4	677,7	540,9	36,7	964,6
Amministrazioni pubbliche	167,9	65,5	1,0	4,6	43,4	1,6	14,9	1,8	3,1	0,9	1,5	11,0	3,3	30,7	50,3
IFM	2.965,5	1.528,9	58,4	50,8	1.292,6	124,8	2,2	16,4	24,3	65,9	147,1	395,8	392,9	5,2	389,0
Altri settori	1.699,8	591,7	18,1	31,3	505,1	35,0	2,2	9,7	21,6	15,1	119,8	271,0	144,7	0,8	525,3
Passività	5.093,6	2.434,0	66,8	114,1	1.889,9	117,0	246,2	26,3	64,7	76,8	301,0	622,3	490,3	114,7	963,5
Amministrazioni pubbliche	231,5	110,5	0,3	0,9	26,3	0,2	82,8	0,1	0,0	0,1	1,1	29,6	1,2	83,7	5,1
IFM	3.399,3	1.644,8	56,3	88,7	1.307,5	89,4	102,9	17,1	38,2	50,7	239,3	338,6	392,1	28,2	650,4
Altri settori	1.462,8	678,8	10,2	24,6	556,1	27,4	60,6	9,1	26,4	26,0	60,6	254,1	97,0	2,8	307,9
dal 4° trim. 2012 al 3° trim. 2013	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	134,5	44,6	-8,3	-36,3	84,5	4,6	0,0	-1,9	3,6	0,1	37,3	38,6	-44,2	0,0	56,3
All'estero	263,2	52,5	0,9	-1,3	44,4	8,5	0,0	-0,1	8,3	1,4	36,0	55,5	-3,2	0,0	112,8
Azioni/utili reinvestiti	139,0	56,6	0,9	8,3	42,0	5,3	0,0	4,0	7,5	1,0	6,4	31,5	-11,9	0,0	43,9
Debito	124,3	-4,1	0,0	-9,6	2,3	3,2	0,0	-4,1	0,8	0,5	29,6	24,0	8,7	0,0	68,8
Nell'area dell'euro	128,8	7,9	9,2	35,0	-40,2	3,9	0,0	1,8	4,7	1,3	-1,3	17,0	41,0	0,0	56,4
Azioni/utili reinvestiti	138,3	12,4	7,9	23,7	-20,1	0,9	0,0	1,9	4,5	5,3	2,7	4,9	75,9	0,0	30,6
Debito	-9,5	-4,5	1,3	11,3	-20,1	3,0	0,0	-0,1	0,2	-3,9	-4,0	12,0	-35,0	0,0	25,8
Investimenti di portafoglio: attività	270,9	17,1	4,9	-0,6	-11,5	8,1	16,1	8,2	6,6	35,2	7,9	74,9	5,0	-0,4	116,4
Azioni	180,0	39,1	2,3	3,3	33,4	0,1	0,0	2,0	5,5	28,7	6,0	68,8	4,3	0,0	25,6
Strumenti di debito	90,9	-22,0	2,6	-3,9	-44,9	8,0	16,1	6,2	1,1	6,5	1,9	6,1	0,7	-0,4	90,9
Obbligazioni e notes	100,8	4,9	2,0	-0,2	-21,9	6,9	18,0	4,2	0,4	-7,4	-0,1	10,3	-6,1	-0,9	95,5
Strumenti di mercato monetario	-9,9	-26,9	0,6	-3,7	-23,0	1,1	-1,9	2,0	0,7	13,9	2,0	-4,2	6,8	0,5	-4,7
Altri investimenti	303,8	153,0	2,4	24,5	127,9	-9,0	7,1	-5,0	23,2	44,0	28,4	-1,2	19,2	-23,1	65,2
Attività	-240,0	-229,5	-5,9	3,6	-213,4	-12,8	-1,0	-1,4	4,0	28,1	-10,2	-26,5	-5,8	1,1	0,0
Amministrazioni pubbliche	1,5	-2,4	0,2	-0,8	-2,5	0,0	0,9	0,1	-0,1	-0,4	0,4	0,7	0,7	0,2	2,1
IFM	-168,2	-217,1	-9,5	-1,5	-190,7	-13,4	-2,0	0,6	4,9	27,2	-5,6	1,9	24,4	0,3	-4,7
Altri settori	-73,2	-10,0	3,4	6,0	-20,2	0,6	0,2	-2,2	-0,7	1,3	-4,9	-29,0	-30,9	0,6	2,6
Passività	-543,7	-382,5	-8,4	-20,9	-341,3	-3,8	-8,1	3,6	-19,1	-15,8	-38,5	-25,3	-25,0	24,2	-65,2
Amministrazioni pubbliche	-3,1	-5,5	0,1	0,3	-10,7	0,0	4,8	0,2	0,0	0,0	0,5	-8,7	-0,1	9,5	1,2
IFM	-481,7	-337,3	-9,5	-18,0	-288,6	-6,0	-15,2	0,8	-19,2	-15,0	-37,9	-2,9	-30,1	14,2	-54,2
Altri settori	-58,9	-39,7	1,0	-3,1	-42,0	2,2	2,3	2,6	0,1	-0,8	-1,2	-13,6	5,2	0,5	-12,1

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

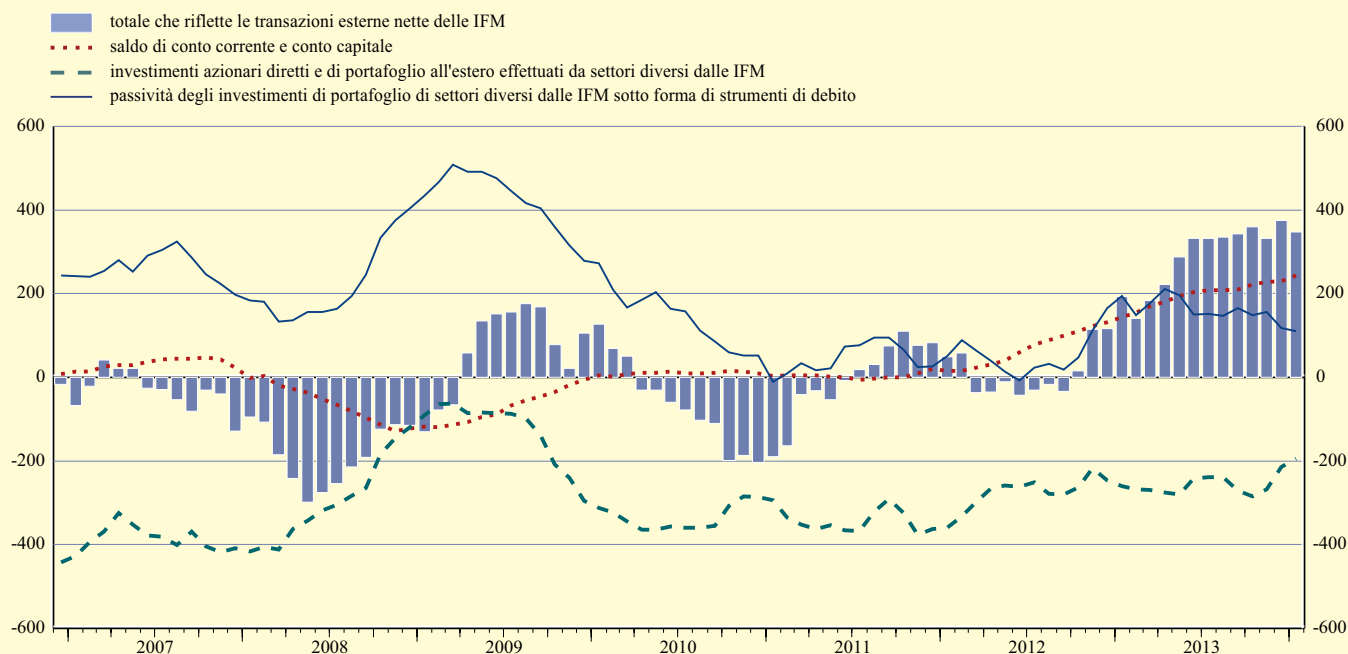
(miliardi di euro; transazioni)

Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni		
			Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio						Altri investimenti	
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività				
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2011	82,6	19,3	-501,4	427,5	55,4	-47,6	55,9	26,4	-136,2	164,1	-5,3	24,6		
2012	116,3	131,2	-331,9	318,1	-54,6	-185,6	164,0	164,7	-113,0	11,5	3,4	8,5		
2013	374,3	231,6	-183,1	75,2	-95,0	-113,9	374,3	118,5	30,7	11,7	14,7	-90,4		
2012 4° trim.	111,6	68,2	-112,9	84,6	-50,5	-34,8	93,3	66,9	17,1	-77,4	25,4	31,8		
2013 1° trim.	26,5	26,4	-56,6	28,7	-48,9	-54,1	65,6	49,3	-44,5	56,2	8,4	-4,2		
2° trim.	150,7	61,6	-60,1	5,1	-10,1	-20,6	101,9	28,4	59,3	-11,5	-0,6	-2,7		
3° trim.	54,4	53,4	-29,2	2,3	-26,5	-25,3	42,9	20,3	39,3	-28,2	5,6	-0,2		
4° trim.	142,8	90,2	-37,2	39,0	-9,5	-13,9	163,9	20,5	-23,4	-4,7	1,3	-83,3		
2013 gen.	35,5	-6,7	-23,7	11,3	-16,9	-19,4	36,8	14,6	-2,2	36,5	4,6	0,8		
feb.	-33,3	10,2	-14,4	15,5	-17,3	-28,2	10,4	4,2	-27,5	11,1	2,7	-0,1		
mar.	24,3	23,0	-18,5	2,0	-14,8	-6,5	18,4	30,6	-14,8	8,6	1,1	-4,8		
apr.	10,9	16,6	-22,8	3,9	-19,5	-25,2	21,1	30,3	-13,1	21,3	-5,8	4,1		
mag.	84,0	13,9	-9,9	-7,5	-5,6	-9,3	49,5	23,1	41,5	-2,1	-8,3	-1,2		
giu.	55,8	31,1	-27,3	8,7	15,1	13,9	31,4	-25,0	30,9	-30,7	13,5	-5,6		
lug.	13,6	26,5	0,4	7,3	-12,8	-12,8	5,5	5,4	10,7	-11,8	-2,6	-2,2		
ago.	25,0	11,7	-26,2	25,3	4,1	-1,3	15,8	-9,4	8,7	-7,3	6,5	-2,9		
set.	15,7	15,2	-3,4	-30,3	-17,7	-11,3	21,6	24,3	19,9	-9,1	1,7	4,9		
ott.	24,5	28,9	-22,0	19,8	-7,3	-5,6	23,1	-10,3	8,1	-11,0	2,8	-2,0		
nov.	38,1	28,9	-18,9	6,6	5,2	-12,1	14,2	46,4	-29,0	1,3	-4,9	0,3		
dic.	80,2	30,6	3,7	12,6	-7,4	3,7	38,4	-15,6	-2,5	4,9	3,4	8,3		
2014 gen.	8,5	6,8	-19,2	16,2	-8,0	-4,3	1,6	6,8	2,6	10,6	-1,4	-3,2		
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>														
2014 gen.	347,3	243,3	-178,5	80,1	-86,1	-98,8	251,0	110,8	35,4	-14,2	8,7	-4,4		

F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

7.5 Commercio di beni

1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica¹⁾
(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)						
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria:				
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Settore mani- fatturiero	Petrolio			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2012	7,6	2,0	1.879,4	933,8	385,7	516,6	1.522,8	1.796,4	1.151,7	247,9	371,1	1.092,7	360,5	
2013	0,8	-3,3	1.891,5	928,3	383,7	531,5	1.536,0	1.736,9	1.096,2	237,5	371,9	1.076,0	336,9	
2013 1° trim.	0,7	-5,3	474,5	235,6	96,1	132,8	382,9	437,8	278,7	60,3	91,3	268,2	87,0	
2° trim.	1,6	-3,1	473,7	231,4	97,1	132,1	384,4	434,3	275,3	59,8	91,5	268,3	84,5	
3° trim.	0,1	-2,1	470,9	230,6	94,8	133,3	382,9	435,8	274,8	60,0	93,9	269,7	84,4	
4° trim.	0,8	-2,6	472,4	230,6	95,7	133,3	385,9	429,1	267,4	57,4	95,2	269,7	81,0	
2013 ago.	-5,8	-7,4	157,0	77,0	31,6	44,6	128,1	144,9	91,4	20,6	30,8	88,8	28,0	
set.	2,9	1,0	158,4	77,1	31,5	44,7	128,6	145,5	90,7	19,7	32,1	90,4	27,5	
ott.	1,3	-3,1	158,3	77,8	32,3	44,9	129,2	144,9	91,4	19,3	31,5	90,7	28,1	
nov.	-2,1	-5,2	158,2	77,0	32,0	44,5	128,7	142,4	87,8	19,5	32,1	89,8	26,3	
dic.	3,7	0,9	155,9	75,8	31,4	43,9	127,9	141,8	88,2	18,6	31,6	89,2	26,6	
2014 gen.	0,9	-3,2	158,4					144,2						
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2012	3,6	-3,1	112,0	110,3	117,1	111,8	112,1	99,7	100,8	99,6	96,3	99,2	99,5	
2013	1,2	-0,7	113,2	111,1	115,7	114,9	113,3	99,0	100,0	95,6	96,7	98,5	98,3	
2013 1° trim.	0,0	-4,3	113,4	111,7	116,6	115,6	113,3	98,3	99,3	96,5	95,3	97,9	98,0	
2° trim.	1,5	-1,2	113,2	110,4	116,6	114,2	113,2	99,0	100,9	94,7	95,0	97,7	101,2	
3° trim.	1,7	1,7	113,2	111,0	114,3	115,5	113,3	99,4	100,2	97,0	97,6	99,0	98,2	
4° trim.	1,6	1,2	113,2	111,1	115,3	114,2	113,5	99,3	99,7	94,3	98,8	99,4	95,8	
2013 lug.	4,2	2,9	112,3	110,8	114,2	114,6	112,1	100,0	102,5	94,7	97,0	99,2	104,0	
ago.	-3,9	-3,0	113,2	111,1	114,1	116,0	113,6	99,0	99,7	100,5	95,9	98,0	96,7	
set.	4,5	5,1	114,1	111,2	114,5	115,9	114,1	99,0	98,3	95,7	100,0	99,7	93,9	
ott.	2,3	0,7	114,0	112,6	117,5	115,4	114,3	100,1	101,5	93,9	98,6	100,0	98,4	
nov.	-1,6	-1,2	113,8	111,3	115,8	114,5	113,5	99,4	98,8	97,6	99,8	99,6	95,0	
dic.	4,5	4,7	111,8	109,4	112,6	112,8	112,6	98,5	98,9	91,3	98,1	98,6	94,1	

2. Prezzi²⁾
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale	100,0	100,0	30,1	42,0	18,5	9,4	96,4	100,0	100,0	29,0	25,4	23,3	22,4	80,4
2012	106,1	2,2	0,9	1,8	2,3	9,4	2,2	111,2	3,4	0,2	1,6	3,2	7,2	2,1
2013	105,0	-1,0	-1,5	-0,2	0,8	-7,9	-0,9	108,2	-2,7	-2,2	-1,9	0,0	-5,2	-1,7
2013 2° trim.	105,1	-0,9	-1,5	0,1	1,0	-8,7	-0,8	107,9	-2,8	-2,1	-1,6	0,6	-6,0	-1,4
3° trim.	105,0	-1,5	-1,8	-0,6	0,5	-9,3	-1,3	108,1	-3,3	-3,2	-2,7	-0,9	-5,6	-2,6
4° trim.	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,4	-8,2	-1,3	107,0	-3,1	-2,6	-2,2	-0,6	-5,4	-2,1
2013 ago.	105,0	-1,7	-1,8	-0,7	0,4	-11,0	-1,6	108,1	-4,0	-3,4	-2,8	-1,2	-7,4	-2,8
set.	104,9	-1,6	-2,0	-0,3	0,6	-11,3	-1,4	108,2	-3,1	-3,1	-2,1	-0,7	-5,4	-2,5
ott.	104,4	-1,6	-2,1	-0,5	0,5	-11,4	-1,4	107,0	-3,5	-2,7	-2,6	-0,7	-6,3	-2,6
nov.	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,3	-8,3	-1,3	107,1	-3,1	-2,8	-1,9	-0,6	-5,6	-2,1
dic.	104,2	-1,1	-1,9	-0,4	0,4	-4,6	-1,0	106,8	-2,6	-2,4	-1,9	-0,6	-4,2	-1,8
2014 gen.	104,2	-1,4	-1,5	-0,2	0,1	-8,0	-1,1	106,6	-2,8	-1,7	-2,2	0,0	-5,6	-1,7

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (Broad Economic Categories - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>															
2012	1.879,4	34,2	59,5	230,0	249,3	92,1	116,3	59,5	223,3	440,1	120,4	44,6	126,4	97,3	151,4
2013	1.891,5	35,1	59,5	239,2	254,5	88,7	110,7	60,3	221,2	443,5	121,9	43,9	130,3	97,7	150,7
2012 3° trim.	475,3	8,5	14,9	58,3	62,7	23,4	29,0	15,1	58,6	111,0	29,7	11,5	31,5	24,5	37,9
4° trim.	468,8	8,6	14,5	58,0	61,5	23,2	28,5	15,2	53,5	110,7	28,9	11,2	32,4	24,7	38,1
2013 1° trim.	474,5	8,8	14,6	58,3	63,1	23,5	28,0	15,5	55,4	110,7	29,5	11,0	34,6	24,8	37,1
2° trim.	473,7	8,8	14,7	59,2	62,7	22,8	27,4	15,5	55,1	110,3	29,9	10,7	33,1	24,8	39,3
3° trim.	470,9	8,8	15,0	59,9	64,0	21,6	27,8	14,7	55,4	110,1	31,1	11,1	31,7	24,6	37,3
4° trim.	472,4	8,7	15,2	61,8	64,8	20,7	27,5	14,6	55,4	112,3	31,3	11,0	30,9	23,5	37,0
2013 ago.	157,0	3,0	5,0	19,7	21,5	7,1	9,1	4,8	18,7	37,0	10,7	3,7	10,7	8,2	12,2
set.	158,4	3,0	5,0	20,4	21,5	7,1	8,9	5,0	19,0	36,8	10,4	3,8	10,2	8,1	13,3
ott.	158,3	2,9	5,2	20,6	21,9	7,2	9,4	4,8	18,6	37,3	10,4	3,6	10,2	8,2	12,2
nov.	158,2	3,0	5,1	20,9	21,6	6,9	9,2	5,1	18,6	37,7	10,6	3,7	10,2	7,7	12,2
dic.	155,9	2,9	4,9	20,3	21,3	6,7	8,8	4,7	18,1	37,4	10,3	3,7	10,4	7,7	12,6
2014 gen.	158,4	.	.	.	.	7,0	9,4	5,0	18,7	37,2	10,8	3,9	10,6	7,8	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2013	100,0	1,9	3,1	12,6	13,5	4,7	5,9	3,2	11,7	23,4	6,4	2,3	6,9	5,2	8,0
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>															
2012	1.796,4	29,0	53,1	167,5	232,7	144,8	82,2	34,1	151,2	540,8	213,9	49,1	157,6	92,6	110,9
2013	1.736,9	29,9	53,6	163,5	238,6	144,9	81,7	35,7	149,0	509,7	204,2	43,5	141,1	81,3	108,0
2012 3° trim.	449,7	7,3	13,6	42,2	58,3	35,4	21,4	8,5	39,3	133,3	53,5	12,3	40,0	23,2	27,5
4° trim.	441,2	7,2	12,9	41,7	58,0	36,6	20,2	8,7	35,9	130,8	51,2	11,4	40,4	22,4	26,5
2013 1° trim.	437,8	7,6	13,3	41,6	58,7	37,4	20,1	8,8	35,5	127,4	52,2	11,0	37,7	21,0	28,7
2° trim.	434,3	7,4	13,5	41,0	58,7	35,7	20,6	8,8	37,3	127,4	50,4	10,9	36,3	20,4	27,3
3° trim.	435,8	7,7	13,7	40,7	60,4	36,5	20,7	8,9	38,0	127,7	50,7	10,7	34,6	20,1	26,8
4° trim.	429,1	7,2	13,2	40,2	60,8	35,4	20,4	9,2	38,2	127,1	50,9	10,9	32,5	19,7	25,3
2013 ago.	144,9	2,7	4,5	13,8	20,0	12,1	7,0	2,9	12,4	42,6	16,9	3,6	11,6	6,6	8,7
set.	145,5	2,5	4,5	13,4	20,4	12,1	6,9	3,0	13,0	42,8	17,0	3,7	11,4	6,9	8,7
ott.	144,9	2,5	4,5	13,3	20,3	11,9	6,9	3,0	13,1	42,9	16,6	3,6	11,4	6,7	8,6
nov.	142,4	2,3	4,5	13,3	20,4	11,4	6,8	3,1	12,9	41,9	16,9	3,6	10,5	6,4	8,9
dic.	141,8	2,3	4,2	13,6	20,1	12,1	6,7	3,1	12,2	42,3	17,4	3,7	10,6	6,7	7,8
2014 gen.	144,2	.	.	.	.	11,7	6,7	3,1	12,3	43,0	17,3	3,6	11,0	6,5	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2013	100,0	1,7	3,1	9,4	13,7	8,3	4,7	2,1	8,6	29,3	11,8	2,5	8,1	4,7	6,2
<i>Saldo</i>															
2012	83,0	5,2	6,4	62,5	16,6	-52,6	34,0	25,4	72,1	-100,7	-93,4	-4,6	-31,2	4,7	40,5
2013	154,5	5,2	5,9	75,8	15,9	-56,3	29,0	24,7	72,2	-66,2	-82,2	0,4	-10,8	16,4	42,7
2012 3° trim.	25,5	1,2	1,3	16,1	4,4	-11,9	7,6	6,6	19,3	-22,2	-23,8	-0,7	-8,5	1,2	10,4
4° trim.	27,6	1,4	1,7	16,3	3,5	-13,4	8,3	6,5	17,6	-20,1	-22,3	-0,2	-8,0	2,3	11,5
2013 1° trim.	36,7	1,2	1,3	16,7	4,4	-13,9	7,9	6,7	19,9	-16,7	-22,7	0,0	-3,0	3,8	8,4
2° trim.	39,4	1,4	1,2	18,2	4,0	-12,8	6,8	6,8	17,8	-17,1	-20,4	-0,2	-3,2	4,3	12,1
3° trim.	35,1	1,1	1,3	19,3	3,6	-14,9	7,1	5,7	17,4	-17,6	-19,5	0,5	-2,9	4,4	10,5
4° trim.	43,3	1,6	2,0	21,6	4,0	-14,7	7,2	5,5	17,1	-14,8	-19,6	0,1	-1,6	3,8	11,7
2013 ago.	12,1	0,3	0,5	5,9	1,5	-5,0	2,1	1,9	6,3	-5,6	-6,2	0,1	-0,9	1,6	3,5
set.	12,8	0,4	0,5	7,0	1,1	-4,9	2,0	2,0	6,0	-6,0	-6,6	0,1	-1,1	1,2	4,6
ott.	13,4	0,4	0,7	7,3	1,6	-4,7	2,6	1,8	5,5	-5,6	-6,2	0,0	-1,2	1,5	3,6
nov.	15,8	0,6	0,6	7,6	1,1	-4,5	2,4	2,0	5,8	-4,2	-6,3	0,1	-0,3	1,3	3,3
dic.	14,1	0,5	0,7	6,7	1,2	-5,4	2,1	1,6	5,9	-4,9	-7,1	0,0	-0,2	1,0	4,8
2014 gen.	14,2	.	.	.	.	-4,7	2,7	1,9	6,4	-5,8	-6,6	0,3	-0,4	1,3	.

Fonte: Eurostat.

TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-39	
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM ²⁾ reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8
2011	103,4	100,7	97,4	95,1	106,0	96,7	112,2	97,7
2012	97,9	95,6	93,1	89,8	100,6	91,4	107,1	92,9
2013	101,7	98,9	96,5	93,2	102,5	94,6	112,0	96,2
2013 1° trim.	100,7	98,3	95,9	92,5	102,8	94,3	110,2	95,0
2° trim.	100,8	98,3	95,8	92,9	102,2	94,2	110,6	95,0
3° trim.	101,9	99,2	96,7	93,3	102,8	94,7	112,9	96,8
4° trim.	103,1	100,0	97,7	94,1	102,4	95,4	114,7	97,8
2014 1° trim.	103,9	100,8	98,0	-	-	-	116,6	99,1
2013 mar.	100,2	97,9	95,3	-	-	-	109,5	94,4
apr.	100,5	97,9	95,5	-	-	-	109,8	94,4
mag.	100,5	98,0	95,6	-	-	-	110,0	94,6
giu.	101,6	98,9	96,4	-	-	-	112,0	96,2
lug.	101,5	98,9	96,4	-	-	-	112,0	96,2
ago.	102,2	99,5	96,9	-	-	-	113,4	97,3
set.	102,0	99,1	96,8	-	-	-	113,3	97,0
ott.	102,8	99,7	97,5	-	-	-	114,2	97,4
nov.	102,6	99,5	97,2	-	-	-	114,2	97,3
dic.	103,9	100,7	98,3	-	-	-	115,8	98,6
2014 gen.	103,4	100,3	97,7	-	-	-	115,9	98,6
feb.	103,6	100,5	97,7	-	-	-	116,3	98,9
mar.	104,6	101,5	98,7	-	-	-	117,5	99,8
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2014 mar.	1,1	1,0	1,0	-	-	-	1,0	0,9
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2014 mar.	4,4	3,7	3,6	-	-	-	7,3	5,6

F39 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

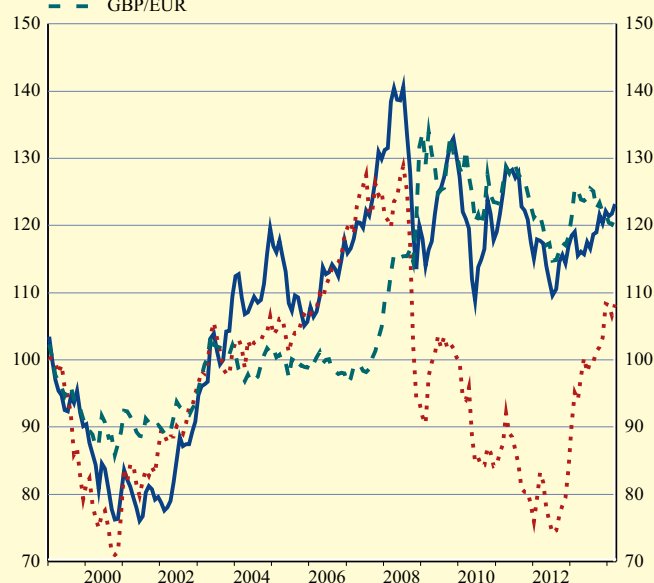
- TCE-20 nominale
- TCE-20 deflazionato sulla base dell'IPC reale



F40 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

- 1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.
- 2) Le serie deflazionate sulla base del CLUPM sono disponibili solo per il gruppo di partner commerciali del TCE-19.

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Lev bulgaro 1	Corona ceca 2	Corona danese 3	Kuna croata 4	Litas lituano 5	Fiorino ungherese 6	Zloty polacco 7	Nuovo leu romeno 8	Corona svedese 9	Sterlina britannica 10	Nuova lira turca 11
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135
2013	1,9558	25,980	7,4579	7,5786	3,4528	296,87	4,1975	4,4190	8,6515	0,84926	2,5335
2013 3° trim.	1,9558	25,853	7,4580	7,5459	3,4528	297,96	4,2477	4,4410	8,6798	0,85453	2,6092
4° trim.	1,9558	26,658	7,4593	7,6290	3,4528	297,43	4,1853	4,4506	8,8575	0,84074	2,7537
2014 1° trim.	1,9558	27,442	7,4625	7,6498	3,4528	307,93	4,1843	4,5023	8,8569	0,82787	3,0372
2013 set.	1,9558	25,789	7,4579	7,5985	3,4528	299,75	4,2371	4,4633	8,6758	0,84171	2,6952
ott.	1,9558	25,662	7,4592	7,6193	3,4528	294,76	4,1902	4,4444	8,7479	0,84720	2,7095
nov.	1,9558	26,927	7,4587	7,6326	3,4528	297,68	4,1887	4,4452	8,8802	0,83780	2,7316
dic.	1,9558	27,521	7,4602	7,6365	3,4528	300,24	4,1760	4,4635	8,9597	0,83639	2,8276
2014 gen.	1,9558	27,485	7,4614	7,6353	3,4528	302,48	4,1799	4,5205	8,8339	0,82674	3,0297
feb.	1,9558	27,444	7,4622	7,6574	3,4528	310,20	4,1741	4,4918	8,8721	0,82510	3,0184
mar.	1,9558	27,395	7,4638	7,6576	3,4528	311,49	4,1987	4,4933	8,8666	0,83170	3,0629
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2014 mar.	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,4	0,6	0,0	-0,1	0,8	1,5
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2014 mar.	0,0	6,8	0,1	0,9	0,0	2,8	1,0	2,3	6,2	-3,3	30,6
	Dollaro australiano 12	Real brasiliano 13	Dollaro canadese 14	Yuan renminbi cinese 15	Dollaro di Hong Kong 16	Rupia indiana ¹⁾ 17	Rupia indonesiana 18	Shekel israeliano 19	Yen giapponese 20	Ringgit malese 21	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12,206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12,045,73	4,9536	102,49	3,9672	
2013	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13,857,50	4,7948	129,66	4,1855	
2013 3° trim.	1,4465	3,0304	1,3760	8,1111	10,2696	82,3565	14,115,14	4,7459	131,02	4,2904	
4° trim.	1,4662	3,0931	1,4275	8,2903	10,5522	84,4048	15,682,97	4,7994	136,48	4,3633	
2014 1° trim.	1,5275	3,2400	1,5107	8,3576	10,6287	84,5794	16,179,21	4,7892	140,80	4,5184	
2013 set.	1,4379	3,0345	1,3817	8,1690	10,3504	85,2678	15,073,16	4,7636	132,41	4,3410	
ott.	1,4328	2,9860	1,4128	8,3226	10,5724	84,0071	15,109,54	4,8232	133,32	4,3283	
nov.	1,4473	3,0959	1,4145	8,2221	10,4604	84,4990	15,575,06	4,7711	134,97	4,3176	
dic.	1,5243	3,2133	1,4580	8,3248	10,6254	84,7631	16,455,73	4,8019	141,68	4,4517	
2014 gen.	1,5377	3,2437	1,4884	8,2368	10,5586	84,5099	16,471,94	4,7569	141,47	4,5005	
feb.	1,5222	3,2581	1,5094	8,3062	10,6012	84,9503	16,270,18	4,8043	139,35	4,5194	
mar.	1,5217	3,2187	1,5352	8,5332	10,7283	84,2990	15,785,89	4,8087	141,48	4,5361	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2014 mar.	0,0	-1,2	1,7	2,7	1,2	-0,8	-3,0	0,1	1,5	0,4	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2014 mar.	21,4	25,3	15,6	5,9	6,7	19,5	25,4	0,7	15,0	12,5	
	Peso messicano 22	Dollaro neozelandese 23	Corona norvegese 24	Peso filippino 25	Rublo russo 26	Dollaro di Singapore 27	Rand sudafricano 28	Won sudcoreano 29	Franco svizzero 30	Baht thailandese 31	Dollaro statunitense 32
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1,541,23	1,2326	42,429	1,3920
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1,447,69	1,2053	39,928	1,2848
2013	16,9641	1,6206	7,8067	56,428	42,3370	1,6619	12,8330	1,453,91	1,2311	40,830	1,3281
2013 3° trim.	17,1005	1,6612	7,9303	57,813	43,4394	1,6795	13,2329	1,469,03	1,2348	41,675	1,3242
4° trim.	17,7331	1,6439	8,2375	59,354	44,2920	1,7006	13,8224	1,445,53	1,2294	43,151	1,3610
2014 1° trim.	18,1299	1,6371	8,3471	61,468	48,0425	1,7379	14,8866	1,465,34	1,2237	44,722	1,3696
2013 set.	17,4471	1,6406	7,9725	58,346	43,5144	1,6860	13,3287	1,446,60	1,2338	42,312	1,3348
ott.	17,7413	1,6351	8,1208	58,809	43,7440	1,6956	13,5283	1,454,73	1,2316	42,549	1,3635
nov.	17,6340	1,6327	8,2055	58,811	44,1581	1,6833	13,7626	1,434,06	1,2316	42,695	1,3493
dic.	17,8278	1,6659	8,4053	60,552	45,0628	1,7244	14,2234	1,446,99	1,2245	44,323	1,3704
2014 gen.	17,9964	1,6450	8,3927	61,263	46,0304	1,7327	14,8242	1,453,94	1,2317	44,822	1,3610
feb.	18,1561	1,6466	8,3562	61,238	48,2554	1,7295	14,9820	1,462,51	1,2212	44,568	1,3659
mar.	18,2447	1,6199	8,2906	61,901	49,9477	1,7513	14,8613	1,479,99	1,2177	44,765	1,3823
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2014 mar.	0,5	-1,6	-0,8	1,1	3,5	1,3	-0,8	1,2	-0,3	0,4	1,2
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2014 mar.	12,4	3,5	10,7	17,2	25,1	8,3	24,7	3,5	-0,7	17,0	6,6

Fonte: BCE.



INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

9.1 Indicatori economici e finanziari negli altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Croazia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IACP										
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013	0,4	1,4	0,5	2,3	1,2	1,7	0,8	3,2	0,4	2,6
2013 3° trim.	-0,7	1,2	0,2	2,2	0,5	1,6	0,9	2,4	0,7	2,7
4° trim.	-1,0	1,1	0,4	0,6	0,5	0,7	0,6	1,3	0,3	2,1
2013 dic.	-0,9	1,5	0,4	0,5	0,4	0,6	0,6	1,3	0,4	2,0
2014 gen.	-1,4	0,3	0,8	0,4	0,2	0,8	0,6	1,2	0,2	1,9
feb.	-2,1	0,3	0,3	-0,2	0,3	0,3	0,7	1,3	0,1	1,7
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2010	-3,1	-4,7	-2,5	-6,4	-7,2	-4,3	-7,9	-6,8	0,3	-10,1
2011	-2,0	-3,2	-1,8	-7,8	-5,5	4,3	-5,0	-5,6	0,2	-7,7
2012	-0,8	-4,4	-4,1	-5,0	-3,2	-2,0	-3,9	-3,0	-0,2	-6,1
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2010	16,2	38,4	42,7	44,9	37,8	82,2	54,9	30,5	39,4	78,4
2011	16,3	41,4	46,4	51,6	38,3	82,1	56,2	34,7	38,6	84,3
2012	18,5	46,2	45,4	55,5	40,5	79,8	55,6	37,9	38,2	88,7
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo										
2013 set.	3,64	2,42	2,10	4,92	3,89	6,16	4,49	5,27	2,60	2,44
ott.	3,71	2,33	1,93	4,99	4,01	5,58	4,28	5,22	2,44	2,26
nov.	3,64	2,18	1,80	4,97	3,99	5,82	4,38	5,29	2,30	2,31
dic.	3,43	2,20	1,89	5,10	3,69	5,78	4,42	5,29	2,39	2,50
2014 gen.	3,56	2,43	1,86	5,11	3,42	5,60	4,42	5,22	2,37	2,48
feb.	3,58	2,28	1,67	4,78	3,33	6,03	4,47	5,35	2,23	2,37
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo										
2013 set.	1,05	0,45	0,27	1,90	0,40	-	2,69	3,40	1,21	0,52
ott.	1,03	0,45	0,27	1,72	0,40	3,60	2,67	2,86	1,21	0,52
nov.	0,97	0,40	0,25	1,35	0,40	3,33	2,65	2,44	1,16	0,52
dic.	0,97	0,38	0,26	1,01	0,40	3,00	2,67	2,33	1,01	0,52
2014 gen.	0,96	0,37	0,28	0,95	0,41	2,99	2,70	1,88	0,95	0,52
feb.	0,89	0,37	0,27	0,88	0,41	2,99	2,71	3,29	0,94	0,52
PIL a prezzi costanti										
2012	0,6	-1,0	-0,4	-1,9	3,7	-1,7	1,9	0,5	0,9	0,3
2013	0,9	-0,9	0,4	-1,0	3,3	1,1	1,6	3,5	1,5	1,7
2013 2° trim.	0,5	-1,6	0,9	-0,7	4,0	0,6	1,3	1,5	0,7	1,7
3° trim.	1,0	-1,0	0,9	-0,7	2,3	1,7	1,8	4,3	0,7	1,8
4° trim.	1,2	1,2	0,5	-0,9	3,3	2,7	2,2	5,2	3,1	2,7
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL										
2011	1,4	-2,3	6,3	-0,8	-1,2	2,7	-3,0	-3,9	5,9	-1,1
2012	0,5	0,0	6,0	0,2	2,0	3,5	-1,5	-3,0	5,8	-3,6
2013 2° trim.	6,8	-1,5	8,2	-2,2	8,9	5,6	4,0	2,3	6,0	-1,6
3° trim.	11,5	1,2	8,8	24,0	3,0	7,2	0,2	1,2	6,5	-6,1
4° trim.	-2,7	1,1	8,5	.	3,8	7,7	1,5	0,5	4,9	-4,8
Debito estero lordo in percentuale del PIL										
2011	94,3	59,6	183,3	103,4	77,4	150,0	72,3	77,1	200,0	419,6
2012	94,3	62,0	181,8	102,2	75,4	129,6	71,1	75,3	191,2	390,6
2013 2° trim.	92,8	65,6	175,1	106,4	70,5	128,5	73,7	73,5	197,9	395,1
3° trim.	94,4	64,6	174,3	102,6	69,5	121,5	72,9	71,9	197,2	363,5
4° trim.	94,6	71,0	176,7	104,9	67,2	118,7	70,0	68,6	196,8	354,2
Costo del lavoro per unità di prodotto										
2012	4,4	3,3	1,5	1,1	1,9	2,7	1,5	5,2	2,9	2,6
2013	5,2	-0,2	1,2	.	3,9	.	.	.	0,7	1,5
2013 2° trim.	7,8	0,8	0,9	1,1	3,4	4,4	1,4	3,1	0,5	1,7
3° trim.	3,8	1,5	0,8	0,5	5,5	3,3	1,7	0,6	1,3	2,0
4° trim.	1,9	.	1,1	.	4,0	.	.	-0,5	-1,1	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)										
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	13,4	10,9	10,1	7,1	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,2	11,8	10,2	10,3	7,3	8,0	.
2013 3° trim.	12,8	6,9	7,2	17,6	11,5	10,1	10,2	7,3	7,9	7,5
4° trim.	13,1	6,8	6,8	17,5	11,0	9,2	10,0	7,3	8,0	.
2013 dic.	13,2	6,7	7,1	17,3	10,9	8,8	9,9	7,3	8,0	7,1
2014 gen.	13,2	6,7	7,0	17,6	11,3	8,3	9,8	7,3	8,2	.
feb.	13,1	6,7	7,0	17,6	11,5	.	9,7	7,2	8,1	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

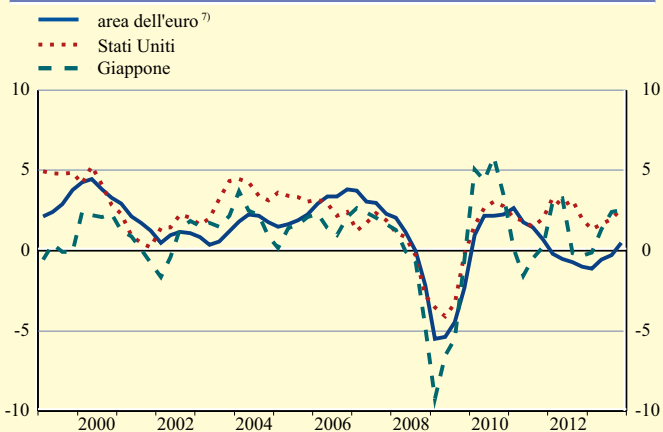
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro ²⁾ (dest.)	Aggregato monetario ampio ³⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ⁴⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; ⁵⁾ dati di fine periodo	Tasso di cambio ⁵⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) pubblico in percentuale del PIL	Debito pubblico ⁶⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2010	1,6	-1,2	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,0	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,1	2,8	4,4	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,3	86,5
2013	1,5	1,1	1,9	2,9	7,4	6,7	0,27	3,27	1,3281	-	-
2013 1° trim.	1,7	1,7	1,3	3,2	7,7	7,3	0,29	2,09	1,3206	-7,2	88,0
2° trim.	1,4	2,0	1,6	2,7	7,5	7,0	0,28	2,82	1,3062	-5,7	87,2
3° trim.	1,6	1,9	2,0	2,7	7,2	6,6	0,26	2,91	1,3242	-7,0	86,9
4° trim.	1,2	-1,0	2,6	3,2	7,0	6,0	0,24	3,27	1,3610	-	-
2014 1° trim.	-	-	-	-	-	-	0,24	2,97	1,3696	-	-
2013 nov.	1,2	-	-	3,1	7,0	6,1	0,24	2,99	1,3493	-	-
dic.	1,5	-	-	2,4	6,7	5,3	0,24	3,27	1,3704	-	-
2014 gen.	1,6	-	-	1,9	6,6	5,4	0,24	2,93	1,3610	-	-
feb.	1,1	-	-	2,0	6,7	6,3	0,24	2,90	1,3659	-	-
mar.	-	-	-	-	-	-	0,23	2,97	1,3823	-	-
Giappone											
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	186,7
2011	-0,3	0,8	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,8	202,9
2012	0,0	-1,4	1,4	0,6	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49	-8,7	211,0
2013	0,4	-0,8	1,5	-0,8	4,0	3,6	0,15	0,95	129,66	-	-
2013 1° trim.	-0,6	0,0	-0,1	-7,8	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80	-	-
2° trim.	-0,3	-0,6	1,3	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	-	-
3° trim.	0,9	-1,9	2,4	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	-	-
4° trim.	1,4	-1,0	2,5	5,8	3,9	4,3	0,14	0,95	136,48	-	-
2014 1° trim.	-	-	-	-	-	-	0,14	0,84	140,80	-	-
2013 nov.	1,5	-	-	4,8	4,0	4,4	0,14	0,79	134,97	-	-
dic.	1,6	-	-	7,2	3,7	4,2	0,15	0,95	141,68	-	-
2014 gen.	1,4	-	-	10,2	-	4,3	0,14	0,82	141,47	-	-
feb.	1,5	-	-	6,9	-	3,9	0,14	0,81	139,35	-	-
mar.	-	-	-	-	-	-	0,14	0,84	141,48	-	-

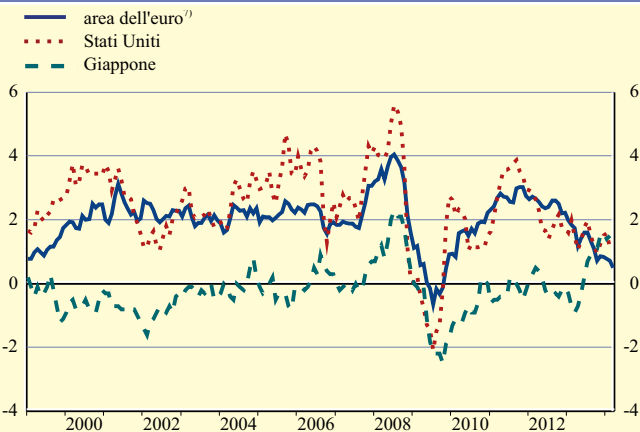
F41 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F42 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro); Thomson Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Dati destagionalizzati. I dati per gli Stati Uniti si riferiscono al settore delle imprese private non agricole

2) I dati riferiti al Giappone nel periodo da marzo ad agosto 2011 includono le tre prefetture che più hanno risentito del terremoto che ha colpito il paese. Il rilevamento dei dati è stato ristabilito a partire da settembre 2011.

3) Medie di periodo; M2 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.

4) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi, cfr. la sezione 4.6.

5) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 8.2.

6) Il debito pubblico, costituito da depositi, titoli non azionari e prestiti in essere al valore nominale, è consolidato nel settore delle amministrazioni pubbliche (fine periodo).

7) Il PIL reale si riferisce agli Euro 18. L'IPC si riferisce alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S14
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F11	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	S55
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	S55
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F31	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F39	Tassi di cambio effettivi	S73
F40	Tassi di cambio bilaterali	S73
F41	PIL a prezzi costanti	S76
F42	Indici dei prezzi al consumo	S76



NOTE TECNICHE

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SEZIONE 1.3

CALCOLO DEI TASSI DI INTERESSE DELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE INDICIZZATE

Il tasso di interesse relativo ad una operazione di rifinanziamento a più lungo termine (*ORLT*) indicizzata è pari alla media dei tassi minimi di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali (*ORP*) condotte durante il periodo coperto dall'operazione. Sulla base di tale definizione, se la durata di una *ORLT* è pari a un numero di giorni D e i tassi minimi di offerta delle *ORP* sono $R_{1,ORP}$ (nei giorni D_1), $R_{2,ORP}$ (nei giorni D_2), ecc., fino a $R_{i,ORP}$ (nei giorni D_i), con $D = D_1 + D_2 + \dots + D_i$, il tasso annualizzato applicabile è calcolato come:

$$(c) \quad R_{ORLT} = \frac{D_1 R_{1,ORP} + D_2 R_{2,ORP} + \dots + D_i R_{i,ORP}}{D}$$

SEZIONI DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$(d) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(e) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(f) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Attualmente, l'indice (per le serie non destagionalizzate) è calcolato con base dicembre 2010 = 100. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolato utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(g) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(h) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (h) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (h). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(i) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti formule (g) oppure (h).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t (cioè a_t), può essere calcolato utilizzando la formula (h).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1, 3.2 e 3.3 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2010) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività, laddove le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come differenza fra il totale delle attività finanziarie e il totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta e altre variazioni nelle attività non finanziarie.

Per le famiglie, la ricchezza netta è calcolata come somma delle attività non finanziarie e della ricchezza finanziaria netta.

SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2008. Il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

Come nelle formule l) e m), il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TAVOLA 1 DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONE 7.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie storiche più dettagliate e più estese, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di download. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di file compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 2 aprile 2014.

Tutte le serie si riferiscono al gruppo dei 18 paesi membri dell'area dell'euro (gli Euro 18) per l'intera serie storica, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le riserve ufficiali – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva.

La composizione dell'area dell'euro è variata diverse volte nel corso degli anni. Quando è stato introdotto l'euro nel 1999, l'area dell'euro comprendeva i seguenti 11 paesi (gli Euro 11): Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. La Grecia ha aderito nel 2001, dando vita agli Euro 12. Si è passati agli Euro 13 con l'ingresso della Slovenia nel 2007; Cipro e Malta sono entrati nel 2008, dando origine agli Euro 15; con l'ingresso della Slovacchia nel 2009 si è passati agli Euro 16; l'adesione dell'Estonia nel 2011 ha dato vita agli Euro 17. Da ottobre 2012 le statistiche dell'area dell'euro includono il Meccanismo europeo di stabilità, un'istituzione finanziaria internazionale residente nell'area dell'euro a fini statistici.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE FISSA

Serie statistiche aggregate relative a composizioni fisse dell'area dell'euro si riferiscono ad una determinata composizione, invariata per l'intera serie storica, indipendentemente dall'effettiva composizione prevalente nel periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie aggregate sono calcolate per gli Euro 18 per tutti gli anni, indipendentemente dal fatto che l'area dell'euro abbia questa composizione solo da gennaio 2014. Salvo diversa indicazione, il Bollettino mensile della BCE contiene serie statistiche relative all'attuale composizione dell'area.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE EVOLUTIVA

Serie statistiche aggregate con composizione evolutiva dell'area dell'euro tengono conto della composizione dell'area dell'euro prevalente al periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie statistiche dell'area dell'euro con composizione evolutiva aggregano i dati degli Euro 11 per il periodo fino alla fine del 2000, degli Euro 12 per il periodo dal 2001 alla fine del 2006, e così via. Seguendo questa impostazione, ciascuna serie statistica copre tutte le diverse composizioni dell'area dell'euro.

Per lo IAPC, così come per le statistiche che si basano sui bilanci del settore delle IFM ("statistiche monetarie"), i tassi di variazione sono compilati sulla base di indici concatenati, per i quali la nuova composizione ottenuta mediante il fattore di concatenamento decorre dal momento in cui il nuovo

paese accede all'area dell'euro. Pertanto, qualora l'accesso di un paese avvenga a gennaio di un determinato anno, i fattori che contribuiscono agli indici concatenati si riferiscono alla precedente composizione dell'area dell'euro, fino a dicembre dell'anno precedente incluso, e per i mesi successivi alla composizione più ampia. Per ulteriori dettagli, cfr. *Manual on MFI balance sheet statistics* nella sezione "Statistics" del sito della BCE.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999¹⁾ sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Croazia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo dei conti (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, cancellazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione "fino a n anni" equivale a "non superiore a n anni".

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

1) Per i periodi precedenti a gennaio 1999, i dati sulle statistiche monetarie delle sezioni 2.1-2.8 sono disponibili sul sito della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) e nello *Statistical Data Warehouse* (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se un'istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999 e al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi overnight presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

La sezione 2 presenta le statistiche sui bilanci delle IFM e di altre società finanziarie. Quest'ultima categoria comprende i fondi di investimento (esclusi i fondi di mercato monetario che rientrano nel settore delle IFM), le società veicolo finanziarie, le società di assicurazione e i fondi pensione.

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle IFM, ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione dell'UE, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). L'elenco completo delle IFM è consultabile sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro in termini di: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (ovvero il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

La sezione 2.7 presenta una scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni.

Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche sono state raccolte e compilate sulla base di vari regolamenti della BCE relativi al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie. Dal mese di luglio 2010 raccolta e compilazione vengono effettuate sulla base del Regolamento BCE/2008/32 ²⁾. Definizioni dettagliate sul settore sono contenute nella terza edizione della pubblicazione *Monetary Financial institutions and market statistics sector manual - Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007).

La sezione 2.8 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, hedge fund e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.9 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

Da dicembre 2008 l'informazione statistica armonizzata è raccolta e compilata sulle base del Regolamento BCE/2007/8³⁾ relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di credit default swaps, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30⁴⁾.

La sezione 2.11 riporta il bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione residenti nell'area dell'euro. Le società di assicurazione includono sia il settore assicurativo sia quello riassicurativo, mentre tra i fondi pensione rientrano solo i fondi che hanno autonomia decisionale e sono tenuti a mantenere una contabilità completa (fondi pensione autonomi). Questa sezione presenta una suddivisione geografica e settoriale delle controparti emittenti titoli non azionari, detenuti dalle società di assicurazione e dai fondi pensione.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non stagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'allocatione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le

3) G.U. L. 211 dell'11.8.2007, pag.8.

4) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag.1.

acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accredito netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario e non finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 17 per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono: a) i titoli non azionari ad esclusione dei derivati finanziari; b) le azioni quotate. I primi sono riportati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3, mentre le seconde sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I

titoli “a breve termine” comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come “a lungo termine”: i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Si stima che le statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari suddivisi in: a) titoli denominati in euro e in tutte le altre valute; b) titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e totale dei titoli; c) scadenze di lungo termine e totale delle scadenze. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde ed emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a zero coupon e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della tavola 1 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi di interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso overnight precedente a gennaio 1999, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse di fine periodo del mercato interbancario fino a dicembre 1998 incluso e successivamente da medie di periodo dell'Eonia (euro overnight index average). I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello di Svensson⁵⁾. Sono disponibili anche gli spread tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area

5) Svensson, L. E. (1994), "Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994", CEPR, Discussion Papers n. 1051, Centre for Economic Policy Research, Londra, 1994.

dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sugli indicatori di costo del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio, sulle immatricolazioni di nuove autovetture e sull'occupazione in termini di ore lavorate sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La tavola comprende anche dati sullo IAPC destagionalizzato, compilati dalla BCE, e indici provvisori dei prezzi amministrati basati sullo IAPC.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine⁶⁾. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici⁷⁾. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007⁸⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi ex fabrica e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il riquadro 1 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio

6) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

7) G.U. L. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

8) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

2003 concernente l'indice del costo del lavoro⁹⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003¹⁰⁾. Una scomposizione degli indicatori di costo del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. la colonna "per memoria" della tavola 5 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95¹¹⁾. Il SEC 95 è stato modificato dal Regolamento (UE) della Commissione del 10 agosto 2010¹²⁾ che ha adottato la revisione della classificazione statistica delle attività economiche, NACE Revisione2. La pubblicazione dei conti nazionali dell'area dell'euro, sulla base della nuova classificazione, è stata avviata a dicembre 2011.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio, i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (al netto delle vendite di veicoli a motore e motocicli) e includono il carburante per autotrazione. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (cfr. tavola 5 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 4 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro. Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base degli obblighi di segnalazione statistica previsti dall'Indirizzo della Banca centrale europea del 31 luglio 2009 sulle statistiche sulle finanze pubbliche (BCE/2009/20)¹³⁾. I dati annuali sui disavanzi e sul debito per gli aggregati dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli pubblicati dalla Commissione europea. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni 6.4 e 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000¹⁴⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle

9) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

10) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

11) G.U. L. 310 del 30.11.1996, pag. 1.

12) G.U. L. 210 dell'11.8.2010, pag. 1.

13) G.U. L. 228 dell'1.9.2009, pag. 2514.

14) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono i dati relativi al debito pubblico e ai disavanzi/avanzi per i singoli paesi dell'area dell'euro trasmessi alla Commissione, come previsto dal regolamento (UE) n. 679/2010 del Consiglio, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali non stagionalizzati sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle amministrazioni pubbliche¹⁵⁾. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5^a edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹⁶⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹⁷⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/ international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della Task Force congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della Task Force e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Il 9 dicembre il Consiglio direttivo ha adottato l'Indirizzo BCE/2011/23¹⁸⁾ sugli obblighi di segnalazione statistica della BCE nel settore delle statistiche esterne. Questo atto giuridico stabilisce nuovi obblighi di segnalazione concernenti le statistiche sull'estero, che riflettono principalmente variazioni metodologiche introdotte nella sesta edizione del Manuale di bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'FMI (BPM6). La BCE comincerà a pubblicare nel 2014, con serie storiche ricostruite, la bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e la posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e) dell'area dell'euro nonché le statistiche relative alle riserve internazionali ai sensi dell'Indirizzo BCE/2011/23 e del BPM6.

15) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

16) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

17) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

18) G.U. L. 65 del 3.3.2012, pag. 1.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell’FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre nel conto finanziario un segno positivo indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull’estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell’area dell’euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell’uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 9 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull’estero dell’area dell’euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell’UE che non hanno adottato l’euro e aree o paesi non appartenenti all’Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell’UE e delle organizzazioni internazionali (le quali, a parte la BCE e il Meccanismo europeo di stabilità vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell’area dell’euro a prescindere dalla loro collocazione fisica), nonché dei centri offshore. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari o alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all’India o alla Russia. Un’introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell’articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull’estero dell’area dell’euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

Le statistiche relative alla b.d.p. e alla p.p.e. dell’area dell’euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell’area dell’euro, considerando l’area dell’euro come una singola entità economica (cfr., in questo Bollettino, il riquadro 9 del numero di dicembre 2002, il riquadro 5 del gennaio 2007 e il riquadro 6 del gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l’eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell’area dell’euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne

5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in “prestiti” e “banconote, monete e depositi” è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella tavola 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le attività incluse nelle riserve ufficiali dell'Eurosistema tengono conto, per definizione, della composizione evolutiva dell'area dell'euro. Nel periodo precedente all'entrata di un paese nell'area dell'euro, le attività detenute dalla banca centrale nazionale del paese sono incluse alla voce investimenti di portafoglio (se si tratta di titoli) oppure altri investimenti (nel caso di attività di altra natura). Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini del Central Bank Gold Agreement (Accordo tra le banche centrali sull'oro) del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato il 27 settembre 2009. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

Le statistiche sul debito estero lordo dell'area dell'euro riportate nella tavola 8 della sezione 7.3 indicano la consistenza effettiva (e non quella potenziale) delle passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro che comportano il pagamento di capitale e/o interessi da parte del debitore in uno o successivi istanti futuri. La tavola 8 presenta una scomposizione del debito estero lordo per strumento e settore istituzionale.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale vengono riportate le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM che riflettono le transazioni esterne nette delle IFM. Le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM includono transazioni di b.d.p. per le quali non è disponibile una scomposizione per settore. Tali transazioni sono relative al conto corrente e al conto capitale (colonna 2) e agli strumenti finanziari derivati (colonna 11). Una nota metodologica aggiornata sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione “Statistics” del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono stagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati

i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce “beni” delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all’inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all’importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell’industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell’output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L’indice dei prezzi all’importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall’esterno dell’area dell’euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza scopo di lucro. L’indice riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell’importatore al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell’industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell’area dell’euro verso il mercato esterno all’area dell’euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici riflettono il prezzo f.o.b. (free on board) espresso in euro e calcolato ai confini dell’area dell’euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l’IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all’importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell’industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati gli indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) dell’euro, reali e nominali, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali nei confronti delle valute di alcuni partner commerciali dell’area dell’euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell’euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003, 2004-2006, 2007-2009, e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando gli indici basati su ciascuno dei cinque set di pesi al termine di ciascun periodo triennale. L’indice TCE risultante ha come periodo base il primo trimestre 1999. Il gruppo di partner commerciali del TCE-20 è composto dai 10 Stati membri non appartenenti all’area dell’euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-19 non include la Croazia. Il gruppo del TCE-39 comprende quelli del TCE-20 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Filippine, India, Indonesia, Islanda, Israele, Malaysia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell’industria manifatturiera e nel totale dell’economia. I TCE deflazionati con i costi del lavoro per unità di prodotto nell’industria manifatturiera sono disponibili solo per il gruppo TCE-19.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. la nota metodologica e l'Occasional Paper della BCE n. 134 (*Revisiting the effective exchange rates of the euro* di Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro e Cristina Pinheiro, giugno 2012), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute. Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese è pari a 290,0 per euro e si riferisce al 3 dicembre 2008.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri dell'UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. Tuttavia i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito estero lordo riportati nella tavola seguono criteri nazionali e non includono le società veicolo (special-purpose vehicles). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾



12 GENNAIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

9 FEBBRAIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre, approva criteri di idoneità e misure di controllo del rischio specifici nazionali ai fini dell'ammissione temporanea in alcuni paesi di crediti aggiuntivi come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.

8 MARZO, 4 APRILE E 3 MAGGIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

6 GIUGNO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 15 gennaio 2013, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

5 LUGLIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,75 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 11 luglio 2012. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente all'1,50 e allo 0,00 per cento, entrambi con effetto dall'11 luglio 2012.

2 AGOSTO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

6 SETTEMBRE 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale

¹⁾ La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2011 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento. Decide inoltre sulle modalità per intraprendere operazioni definitive monetarie (ODM) sui mercati secondari delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro.

4 OTTOBRE E 8 NOVEMBRE 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

6 DICEMBRE 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 9 luglio 2013, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 7 MARZO E 4 APRILE 2013

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

2 MAGGIO 2013

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,50 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 8 maggio 2013. Decide inoltre di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base all'1,00 per cento con effetto dall'8 maggio 2013 e di lasciare invariato il tasso sui depositi presso la banca centrale allo 0,00 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'8 luglio 2014, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

6 GIUGNO, 4 LUGLIO, 1° AGOSTO, 5 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2013

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,50, all'1,00 e allo 0,00 per cento.

7 NOVEMBRE 2013

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,25 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 13 novembre 2013. Decide inoltre di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 25 punti base allo 0,75 per cento con effetto dal 13 novembre 2013 e di lasciare invariato il tasso sui depositi presso la banca centrale allo 0,00 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli

relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 7 luglio 2015, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

5 DICEMBRE 2013, 9 GENNAIO, 6 FEBBRAIO, 6 MARZO E 3 APRILE 2014

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente allo 0,25, allo 0,75 e allo 0,00 per cento.



PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche brochure e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail info@ecb.europa.eu.



GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [other investment]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [general government]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [euro area]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Asta a tasso fisso [fixed rate tender]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [fixed rate full allotment tender procedure]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

Asta a tasso variabile [variable rate tender]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [equities]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [balance of payments (b.o.p.): prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [write-off]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Cartolarizzazione [securitisation]: operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un pool di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un originator (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal pool di attività sottostanti.

Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conti capitale [capital accounts]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

Conto capitale [capital account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [current account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conto dei redditi [income account]: un conto della b.d.p. che ricomprende due tipi di transazioni nei confronti dei non residenti: (a) quelle che riguardano le retribuzioni da lavoro dipendente corrisposte a lavoratori non residenti (ad esempio, i transfrontalieri, gli stagionali e altri lavoratori a breve termine); (b) quelle che riguardano gli introiti e gli esborsi per investimenti su attività o passività finanziarie sull'estero, inclusi gli introiti e gli esborsi su investimenti diretti, di portafoglio e altri investimenti, nonché gli introiti sulle riserve valutarie.

Conto dei trasferimenti correnti [current transfers account]: un conto tecnico della b.d.p. sul quale vengono registrati il valore di risorse reali o finanziarie qualora queste vengano trasferite senza ricevere alcuna contropartita. I trasferimenti correnti ricomprendono tutti i trasferimenti diversi da quelli di capitale.

Conti finanziari [financial accounts]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

Conto finanziario [financial account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [yield curve]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]: i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]: il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Debito estero lordo [gross external debt]: consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

Deflazione [deflation]: un calo marcato e persistente dei prezzi di un insieme molto ampio di beni e servizi di consumo che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

Depositi presso la banca centrale [deposit facility]: operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato overnight.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit (general government)]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Disinflazione [disinflation]: processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

Eonia [EONIA (euro overnight index average)]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario overnight dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di

interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primary standing; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

Eurosistema [Eurosysteem]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [borrowing requirement (general government)]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [autonomous liquidity factors]: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [investment funds (except money market funds)]: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

Forze di lavoro [labour force]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Garanzie [collateral]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono: (a) l'Eurosistema; (b) gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione dell'UE) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli, nonché le istituzioni di moneta elettronica che sono che operano principalmente nell'intermediazione finanziaria sotto forma di emissione di moneta elettronica; (d) i fondi comuni monetari, ovvero società di investimento collettivo che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio.

Impieghi disponibili [job vacancies]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori, condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [Bank lending survey (BLS)]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito, condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste, a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro, alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [Eurozone purchasing managers' surveys]: indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

Indicazioni prospettiche sulla politica monetaria [Forward guidance]: comunicazione di una banca centrale sull'orientamento condizionale della politica monetaria con riferimento all'andamento futuro dei tassi di interesse.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [hourly labour cost index]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposte dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

Indice delle retribuzioni contrattuali [index of negotiated wages]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inflazione [inflation]: aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Investimenti di portafoglio [portfolio investment]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [direct investment]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione pari almeno al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono

inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro").

Liquidità in eccesso [Excess liquidity]: ammontare di liquidità detenuta dalle banche sotto forma di riserve presso la banca centrale eccedente il fabbisogno aggregato del sistema bancario, quale determinato dagli obblighi di riserva e dai fattori autonomi.

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza), detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

M3: aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

Misure di maggiore sostegno al credito [enhanced credit support]: misure non convenzionali adottate dalla BCE/Eurosistema durante la crisi finanziaria, intese a garantire condizioni di finanziamento e flussi creditizi migliori rispetto ai risultati ottenibili con la sola riduzione dei tassi di riferimento della BCE.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (exchange rate mechanism II)]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

Operazione di assorbimento della liquidità [liquidity-absorbing operation]: operazione mediante la quale l'Eurosistema assorbe liquidità per ridurre la liquidità in eccesso o creare un fabbisogno di liquidità. Tali operazioni vengono condotte mediante emissione di certificati di debito o depositi a tempo determinato.

Operazione di mercato aperto [open market operation]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Può assumere la forma di operazioni temporanee, operazioni definitive, emissioni di depositi a tempo determinato, certificati di debito o operazioni di swap in valuta. Le operazioni di mercato aperto sono utilizzate per fornire o assorbire liquidità.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) [longer-term refinancing operation (LTRO)]: operazioni di credito con scadenza superiore alla settimana eseguite dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le regolari operazioni mensili hanno scadenza tre mesi. Nella fase di turbolenza dei mercati finanziari iniziata nell'agosto 2007 sono state condotte operazioni aggiuntive con frequenza variabile e durata compresa tra un periodo di mantenimento delle riserve e 36 mesi.

Operazione di rifinanziamento marginale [marginal lending facility]: operazione attivabile su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema, avente la forma di operazione temporanea mediante la quale controparti idonee possono ottenere dalla propria BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito overnight. Il tasso dei prestiti concessi nell'ambito di tali operazioni rappresenta il limite superiore dei tassi di interesse del mercato overnight.

Operazione di rifinanziamento principale (ORP) [main refinancing operation (MRO)]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principali sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazione temporanea [reverse transaction]: operazione mediante la quale una BCN acquista o vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una garanzia.

Parità centrale (o tasso centrale) [central parity (or central rate)]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, rispetto ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [purchasing power parity (P.P.P.): tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise, eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [MFI longer-term financial liabilities]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [international investment position (i.i.p.): valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Prezzi alla produzione nell'industria [industrial producer prices]: i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, al netto delle importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [gross domestic product (GDP): il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [labour productivity]: la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [industrial production]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit-debt adjustment (general government)]: la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt-to-GDP ratio (general government)]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit ratio (general government)]: il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato o per ora lavorata [compensation per employee or per hour worked]: la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

Riserva obbligatoria [reserve requirement]: obbligo che impone agli enti creditizi di detenere un ammontare minimo a titolo di riserva presso la banca centrale in un periodo di mantenimento predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri nel periodo di mantenimento.

Riserve ufficiali [international reserves]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

Saldo di bilancio strutturale delle amministrazioni pubbliche [Structural fiscal balance]: saldo di bilancio corretto in modo da tener conto dei fattori ciclici (ovvero, saldo corretto per gli effetti del ciclo) e delle misure una tantum.

Società di assicurazione e fondi pensione [insurance corporations and pension funds]: le società e le quasi-società finanziarie la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria derivanti dalla trasformazione di rischi individuali in rischi collettivi.

Società veicolo finanziaria (SVF) [financial vehicle corporation (FVC)]: entità la cui attività principale è l'effettuazione di cartolarizzazioni. Le SVF emettono, tipicamente, titoli negoziabili che sono offerti al pubblico o collocati presso privati. Tali titoli sono garantiti da un portafoglio di attività (generalmente prestiti) che sono detenute dalla SVF. In alcuni casi, un'operazione di cartolarizzazione può coinvolgere più SVF, dove una di esse a detiene le attività cartolarizzate mentre un'altra provvede a emettere i titoli garantiti da tali attività.

Stabilità dei prezzi [price stability]: è definita dal Consiglio direttivo come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

Survey of Professional Forecasters (SPF): indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

Svalutazione [write-down]: correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE dell'euro sono calcolati rispetto a diversi gruppi di paesi partner: il TCE-20 (comprendente i dieci Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e dieci partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio di prodotti manifatturieri dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [MFI interest rates]: i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [key ECB interest rates]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

Tasso di inflazione di pareggio [break-even inflation rate]: il differenziale tra il rendimento di una obbligazione nominale e quello di una obbligazione indicizzata all'inflazione, le cui scadenze siano uguali o quanto più possibile simili.

Tasso massimo di offerta [Maximum bid rate]: limite superiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle operazioni di assorbimento della liquidità condotte mediante procedura d'asta a tasso variabile.

Tasso minimo di offerta [Minimum bid rate]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle operazioni di immissione della liquidità mediante procedura d'asta a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [inflation-indexed government bonds]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; i pagamenti delle cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [debt security]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [reference value for M3 growth]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3, considerato coerente con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Volatilità [volatility]: grado di oscillazione di una variabile.

Volatilità implicita [implied volatility]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.